



Vigilada Mineducación

**Estructuración Financiera y Contable de Bonos de Impacto Social en el Contexto
Colombiano**

Paola A. Ortiz-Escudero y Lina L. Berrío-Velásquez

Trabajo de grado para optar al título de Magíster en Sostenibilidad

Asesora

María Paulina Gómez Gómez

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN
MAESTRIA EN SOSTENIBILIDAD
MEDELLÍN

2025

| | |
|-----------------------------------|--|
| Cita | (Ortiz, & Berrío, 2025) |
| Referencia Estilo APA 7 (2020) | Ortiz, P., & Berrío, L. (2025). <i>Estructuración financiera y contable de bonos de impacto social en el contexto colombiano</i> [Tesis de Maestría]. Universidad EAFIT, Medellín, Colombia. |

Contenido

| | |
|--|----|
| 1. Resumen..... | 7 |
| 2. Abstract..... | 9 |
| 3. Listado de palabras clave..... | 10 |
| 4. Mensajes destacados | 11 |
| 5. Infográfico | 12 |
| 6. Dedicatoria..... | 13 |
| 7. Introducción..... | 14 |
| 8. Revisión de Literatura..... | 17 |
| 8.1 Evolución del Financiamiento para el Desarrollo: De la Ayuda Tradicional hacia Mecanismos Basados en Resultados..... | 17 |
| 8.2 Bonos de Impacto Social: Conceptualización y Marcos Teóricos..... | 19 |
| 8.3 Experiencias Internacionales y Lecciones Aprendidas | 21 |
| 8.4 El Contexto Colombiano: Adaptaciones y Particularidades | 22 |
| 8.5 Síntesis y Justificación del Estudio..... | 24 |
| 9. Metodología..... | 26 |
| 10. Consideraciones éticas..... | 30 |
| 10.1 Consentimiento informado | 30 |
| 10.2 Confidencialidad y anonimato..... | 30 |
| 10.3 Confidencialidad y anonimato..... | 30 |
| 11. Hallazgos y resultados: Desarrollo del modelo de estructuración financiera y contable de bonos de impacto social | 31 |
| 11.1 Contexto general sobre los bonos de impacto social | 31 |
| 11.2 El rol del Intermediario en los Bonos de Impacto Social en Colombia | 34 |
| 11.3 Bonos de impacto social en Colombia..... | 37 |
| 12. Discusión y resultados: Propuesta de modelo de estructuración financiera y contable de BIS en Colombia..... | 43 |

| | |
|---|----|
| 12.1 Capítulo 1. Rol del intermediario..... | 43 |
| 12.1.1 Diseño del modelo financiero | 44 |
| 12.1.2 Construcción del modelo financiero | 47 |
| 12.1.3 Análisis de riesgos | 54 |
| 12.1.4 Tratamiento contable | 56 |
| 12.2 Capítulo 2. Rol del inversionista..... | 59 |
| 12.2.1 Análisis de rentabilidad..... | 60 |
| 12.2.3 Tratamiento contable..... | 63 |
| 12.3 Capítulo 3. Rol del operador..... | 64 |
| 12.3.1 Costeo de actividades y servicios..... | 65 |
| 12.3.2 Proyección de flujo de caja | 68 |
| 12.3.3 Análisis de riesgos | 68 |
| 12.3.4 Tratamiento contable..... | 69 |
| 13. Conclusiones y recomendaciones | 71 |
| 14. Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) | 74 |
| 15. Biografía de las autoras y Directora del trabajo | 76 |
| 16. Agradecimientos | 77 |
| 17. Referencias bibliográficas..... | 78 |
| 18. Apéndice | 85 |

Tabla de ilustraciones

| | |
|--|----|
| Ilustración 1. Infográfico de trabajo de grado..... | 12 |
| Ilustración 2. Estructura de un bono de impacto social – actores privados resaltados | 15 |
| Ilustración 3. Flujo de Caja Primer BIS en Colombia | 40 |

Listado de tablas

| | |
|---|----|
| Tabla 1. Ficha técnica | 45 |
| Tabla 2. Matriz de participantes | 46 |
| Tabla 3. Matriz de riesgos intermediario | 55 |
| Tabla 4. Guía de matriz de riesgos..... | 55 |
| Tabla 5. Inversionistas de BIS en Colombia..... | 59 |
| Tabla 6. Construcción un flujo de caja | 61 |
| Tabla 7. Matriz de riesgo inversionista..... | 62 |
| Tabla 8. Matriz de riesgos operador | 69 |

1. Resumen

El presente trabajo se centra en proponer una guía de estructuración financiera y contable general para la implementación de bonos de impacto social (BIS) en Colombia dirigida a los actores del sector privado. Los BIS se conocen como un mecanismo innovador de financiación que busca atender necesidades sociales en el país, mediante la creación de sinergias entre el sector público y privado. Estos instrumentos permiten movilizar capital privado para financiar proyectos que generen beneficios sociales que son medibles y verificables, y que son retribuidos con un modelo de pago por resultados que tiene la finalidad de generar, además de impacto social, un retorno financiero para los actores privados que participan desde un rol como inversionistas.

Este documento empieza con una revisión de literatura internacional sobre los BIS desarrollados en diversos países, así como de reportes de los casos implementados en Colombia, mediante la cual se identifican aprendizajes y desafíos obtenidos en sus aplicaciones. La evidencia recopilada destaca importantes beneficios para las poblaciones a partir del desarrollo de esta modalidad de inversión social. No obstante, también se pone de manifiesto la necesidad de fortalecer el conocimiento y las herramientas para su estructuración financiera y contable, desde la visual de los participantes privados, con el fin de facilitar su implementación y fomentar un mayor número de iniciativas financiadas a través de estos instrumentos.

En el contexto colombiano, se ha identificado una adaptación del modelo de Bonos de impacto social (BIS) que incorpora el rol del intermediario quien, a través de una relación contractual con inversionistas, pagador de resultados y operadores, en la que asume responsabilidades, tanto en el cumplimiento de las metas establecidas como en la viabilidad financiera del programa, articula

a las entidades gubernamentales dispuestas a pagar por resultados, con inversionistas interesados en financiar proyectos que generen impacto social.

Esta adaptación resalta retos diferentes en su modelo financiero, que son asumidos desde el intermediario, resultando pertinente contar con una guía de estructuración financiera y contable orientada a los actores del sector privado: intermediarios, inversionistas y operadores, en el desarrollo de proyectos que están enmarcados en un modelo de pagos por resultados, que posibilite la réplica y escala de estos instrumentos. El diseño técnico y definición de precios que pueden estar a cargo del rol público o, en el caso de las experiencias de implementación en Colombia, de organismo de cooperación internacional quienes llegaron con estas estrategias metodológicas como una forma de impulsar proyectos sociales, no se abordan en este estudio, pero establecen condiciones esenciales para la ejecución operativa y financiera del programa hacia el logro de las metas y el uso eficiente de los recursos.

Es así como este modelo propone una estructura que aborda la forma en que se estructura el flujo de recursos desde el sector privado que, incluye comprender, en la línea de tiempo, el valor que aportan los inversionistas, en cuál momento y bajo cuáles condiciones se realizan estos aportes, la forma en que se gestiona el riesgo desde cada una de las partes y la proyección de los retornos a que haya lugar con el logro de los resultados. El objetivo es ofrecer una herramienta técnica que incentive la implementación, escalamiento y consolidación de un mayor número de iniciativas, tanto bajo el esquema de bonos de impacto social, donde el pagador es el sector público, como de bonos de impacto al desarrollo, donde el pagador es un actor del sector privado.

2. Abstract

The present study focuses on proposing a general financial and accounting structuring model for the implementation of Social Impact Bonds (SIBs) in Colombia, specifically directed toward private-sector stakeholders. SIBs are recognized as an innovative financing mechanism designed to address social needs in the country through the creation of synergies between the public and private sectors. These instruments facilitate the mobilization of private capital to fund projects that generate measurable and verifiable social benefits, which are compensated through a results-based payment model. This approach aims to produce not only social impact but also financial returns for private actors participating in the role of investors.

This document begins with a review of the international literature on SIBs developed in various countries, as well as reports on cases implemented in Colombia. This review identifies lessons learned and challenges encountered in their application. The evidence collected highlights significant benefits for target populations resulting from the development of this form of social investment. However, it also reveals the need to strengthen the knowledge base and tools for financial and accounting structuring from the perspective of private participants, with the aim of facilitating implementation and encouraging a greater number of initiatives financed through these instruments.

In the Colombian context, an adaptation of the Social Impact Bond model has been identified that incorporates the role of an intermediary. Through contractual relationships with investors, outcome payers, and service providers, the intermediary assumes responsibility both for meeting the established targets and for ensuring the financial viability of the program. This role connects government entities willing to pay for results with investors interested in financing projects that generate measurable social impact.

This adaptation introduces distinctive challenges within its financial model, primarily assumed by the intermediary. Therefore, it is appropriate to develop a financial and accounting structuring guide oriented toward private-sector actors, intermediaries, investors, and operators, engaged in projects framed within results-based payment models. Such a guide would facilitate the replication and scaling of these instruments. The technical design and price definition processes, which may fall under the responsibility of public entities or, as observed in the Colombian experience, international cooperation agencies that have introduced these methodological strategies to promote social projects, are not addressed in this study. Nonetheless, these processes establish essential conditions for the operational and financial execution of programs, guiding them toward achieving their objectives and ensuring the efficient use of resources.

Accordingly, this model proposes a structure that defines the flow of resources from the private sector. It seeks to clarify, along the project timeline, the value contributed by investors, the timing and conditions under which these contributions are made, the manner in which each party manages risk, and the projection of returns contingent upon the achievement of results. The overall objective is to provide a technical tool that promotes the implementation, scaling, and consolidation of a greater number of initiatives—both under the Social Impact Bond framework, where the payer is a public-sector actor, and under the Development Impact Bond framework, where the payer is a private actor.

3. Listado de palabras clave

Financiación basada en resultados (FBR), Bonos de impacto social – BIS, blended finance, ODS 17, estructuración financiera, innovación financiera, intermediario, inversionista, operador, pago por resultados, métrica de pago, impacto social, tasa interna de retorno – TIR.

4. Mensajes destacados

Hashtags:

#Ods17Alianzas

#bonosdeimpactosocialColombia

#inversionsocialesostenible

Mensajes X

Bonos de impacto social en Colombia, un modelo financiación innovadora para el cambio social, que fortalece la articulación entre los sectores público y privado.

Conocer la estructuración financiera y contable de un BIS en Colombia, una herramienta clave para financiar proyectos sostenibles y generar retornos financieros y sociales, permitirá replicar y escalar el modelo.

¿Sabías que los bonos de impacto social son una forma innovadora de financiar proyectos con impacto social y generar retornos financieros para inversionistas del sector privado?

¿Eres un inversor con enfoque social? Los bonos de impacto social te permiten alinear tus inversiones con tus valores y generar un impacto medible en el mundo.

5. Infográfico

Ilustración 1. Infográfico de trabajo de grado

BONOS DE IMPACTO SOCIAL EN COLOMBIA: ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA, CONTABLE Y CONTRIBUCIÓN A LA SOSTENIBILIDAD

Ortiz, P. & Berrío, L.

Asesora:
María Paulina Gómez Gómez - Directora MÁS Pagos por Resultados

¿Cómo estructurar financiera y contablemente bonos de impacto social desde el componente privado en Colombia?

Desarrollar una guía de estructuración financiera y contable que oriente la implementación de BIS desde la perspectiva privada.

Mensajes destacados

La experiencia de los BIS implementados en Colombia demuestra que un diseño financiero sólido permite anticipar riesgos, generar confianza entre los actores y establecer mecanismos de ajuste que aseguren el cumplimiento de las metas.

El rol del intermediario es esencial para la articulación y sostenibilidad de los BIS, su contribución se consolida como el eje estructural del modelo colombiano, garantizando la coordinación entre inversionistas, operadores y pagadores por resultados.

Proponer una guía de estructuración financiera y contable para la implementación de BIS en Colombia contribuye al fortalecimiento de mecanismos de financiación innovadora que movilizan recursos desde el capital privado con la colaboración de múltiples actores #ODS17

GUÍA DE ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y CONTABLE

| | Intermediario | Inversionista | Operador | |
|---------------|---|--|--|--|
| Intermediario | <p>Diseño del modelo financiero</p> <ul style="list-style-type: none"> Identifica población objetivo, problema, ubicación, metas, indicadores, duración, costos y fuente de recursos. Construye un cronograma detallado de la planeación del programa, con el alcance de cada hito. Identifica actores, roles y alcance de cada uno. | <p>Estimación de costos</p> <ul style="list-style-type: none"> Costos directos: ejecución del programa. Costos indirectos: admón, auditoría, legal y tecnológico. Costos contingentes: imprevistos y ajustes operat. Proyección mensual, vinculados a resultados medibles. | <p>Proyección de flujos de caja</p> <ul style="list-style-type: none"> Integra entradas (aportes, pagos por resultados, rendimientos) y salidas (costos, retornos). Modela escenarios: conservador, moderado y optimista. Determina las necesidades de liquidez y capital de trabajo. | <p>Evaluación de rentabilidad</p> <ul style="list-style-type: none"> Mide la Tasa Interna de Retorno (TIR) con base en el flujo de caja. Incluye inflación, gastos financieros y tributarios. Identifica riesgos financieros, operativos, fiduciarios, entre otros. Construye la matriz y crea comités de seguimiento. |
| Inversionista | <p>Evaluación de rentabilidad</p> <ul style="list-style-type: none"> El rendimiento no es fijo, está sujeto al logro de resultados. Se mide mediante la TIR proyectada en los flujos de caja en los escenarios ajustados a los riesgos del programa. Evalúa la viabilidad del BIS, el horizonte temporal y la correlación entre metas sociales y retorno económico. | <p>Medición y gestión de riesgos</p> <ul style="list-style-type: none"> Comprende la problemática social abordada y participa en el seguimiento de resultados para valorar el riesgo asumido. Los principales riesgos asociados: menor retorno o pérdida de capital. Retrasos del pagador por resultados. Reputacional. | <p>Estructuración contable</p> <ul style="list-style-type: none"> Reconoce la inversión como un activo o como un gasto, de acuerdo con sus políticas contables. Reconoce los rendimientos como un ingreso operacional. Solicita informes financieros periódicos, validaciones externas y seguimiento al flujo de caja. | <p>Evaluación del instrumento</p> <ul style="list-style-type: none"> El inversionista en un BIS asume riesgo con propósito social, evaluando rentabilidad condicionada al impacto. Su participación exige análisis financiero, comprensión social y rigor contable, siendo clave para atraer capital privado hacia el desarrollo sostenible. |
| Operador | <p>Ejecutor intervención social</p> <ul style="list-style-type: none"> Responsable de generar los resultados que dan lugar al pago por desempeño por parte del pagador. Su papel es esencial: transforma la inversión en impacto medible, asegurando eficiencia, cumplimiento de metas y trazabilidad de los costos | <p>Costeo de servicios</p> <ul style="list-style-type: none"> Dimensiona con precisión las actividades del programa, etapas y recursos requeridos. Elabora un presupuesto detallado que refleje costos directos, indirectos y contingentes. El costeo es la base de la estructura financiera del BIS, su desviación puede comprometer la rentabilidad global del bono. | <p>Proyección de flujos de caja</p> <ul style="list-style-type: none"> Estima ingresos y egresos mensuales, en coherencia con el cronograma del programa. Identifica las necesidades de capital de trabajo y planificar la liquidez. Considera los posibles retrasos en pagos por resultados, modelando escenarios alternativos. | <p>Estructuración contable</p> <ul style="list-style-type: none"> Los ingresos se registran cuando se cumplen los hitos o metas definidas contractualmente. Los costos operativos deben clasificarse por centros de costo, vinculándolos con los indicadores de resultados. Presenta reportes financieros periódicos garantizando transparencia. |

Contribución a los objetivos de desarrollo sostenible

- ODS - 17:** Alianzas para lograr los objetivos.
- Meta 17.3:** Movilizar recursos financieros adicionales de múltiples fuentes para los países en desarrollo.
- Meta 17.17:** Fomenta y promueve alianzas eficaces en las esferas pública, pública-privada y de la sociedad civil.
- Acción Empresarial No.2:** Alinear las finanzas del sector privado para apoyar las iniciativas de desarrollo sostenible en los países en desarrollo

"El reto hacia adelante será transformar los aprendizajes de los pilotos en lineamientos estandarizados y capacidades instaladas, de modo que los Bonos de Impacto Social dejen de ser experiencias aisladas y se conviertan en una herramienta recurrente de política pública; para el sector privado, ello representa no sólo una oportunidad de inversión con retorno financiero, sino también un espacio para consolidar su papel como actor estratégico en la construcción de soluciones innovadoras y sostenibles a los retos sociales del país."

6. Dedicatoria

A quienes creen que cada acción cuenta y que la sostenibilidad es un acto de esperanza en movimiento. A todas las personas y organizaciones que trabajan incansablemente por un planeta más equilibrado, equitativo y humano. Este trabajo es un homenaje a la fuerza colectiva que impulsa el cambio.

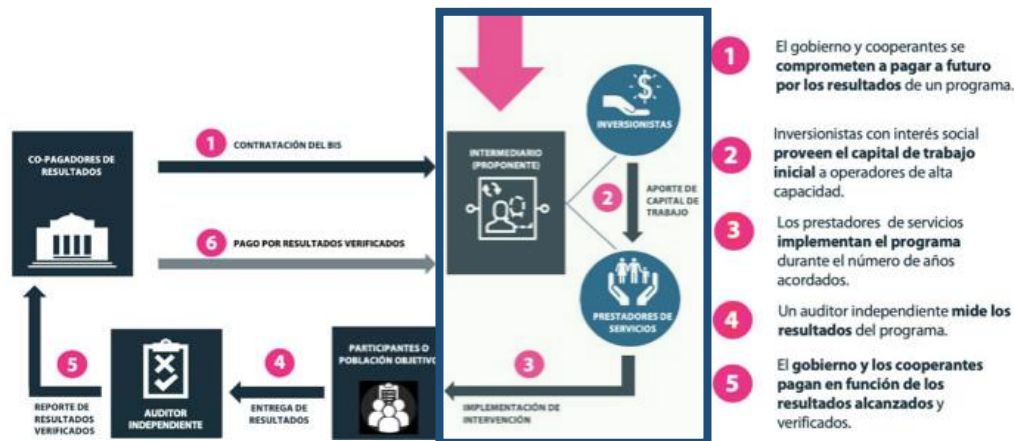
7. Introducción

Abordar los desafíos del desarrollo sostenible ha impulsado conversaciones hacia el diseño de alternativas innovadoras de financiación, a partir de las cuales se ha generado un creciente interés global en mecanismos de financiación basados en resultados (FBR), para responder a la necesidad de mejorar la eficiencia en el uso de recursos públicos y privados con el fin de alcanzar Objetivos de Desarrollo que maximicen el impacto social y ambiental. Esta evolución ha transitado desde la movilización de mayores recursos, hacia modelos que combinan eficiencia en sus intervenciones y rendición de cuentas, permitiendo no sólo escalar proyectos sociales o ambientales, sino también atraer capital privado mediante estructuras contractuales que vinculan el desembolso de recursos al logro de resultados previamente definidos y verificados. Como parte de esta evolución, se ha promovido una transición hacia modelos de financiamiento más flexibles, responsables y orientados al desempeño.

En este contexto, los bonos de impacto social (BIS) han ganado protagonismo como una herramienta innovadora dentro del ecosistema de financiación al desarrollo. Sin embargo, en el caso colombiano, se ha identificado una situación específica que ha limitado la implementación de estos instrumentos: la poca oferta de capacidad y conocimiento técnico en el mercado para la estructuración financiera y contable desde el componente privado del bono, que se suma a que esta experiencia aún no se ha sistematizado para continuar orientando abiertamente a los nuevos actores interesados en replicar el modelo. Específicamente, no existen metodologías concretas y consolidadas, de acceso público, que orienten la toma de decisiones del inversionista en relación con el diseño del flujo de caja, la estimación de la tasa interna de retorno (TIR), el análisis de riesgos y la relación operativa con los implementadores y ejecutores del proyecto.

Este trabajo se centra precisamente en ese vacío, diseñando una guía de implementación financiera y contable para los actores del componente privado del bono (Ver figura 1), entendiendo al intermediario como parte contractual y financiera que articula todos los actores del bono, asegurando los cumplimientos de los objetivos dentro de un acuerdo de pago por resultados. El análisis excluye deliberadamente la estructuración técnica de la intervención y la estimación del precio a pagar, responsabilidad que recae en el diseñador técnico y el pagador que, para el caso colombiano, estuvieron a cargo de organismos de cooperación a través de Sibs.CO, un programa financiado por el laboratorio de innovación del Banco Interamericano de Desarrollo y la secretaría de estado para asuntos económicos de Suiza (SECO), quien brindó asistencia técnica para contratar al diseñador técnico de los BIS, y contó con el BID Lab como pagador, en sinergia con actores públicos como Prosperidad Social y la Alcaldía de Cali.

Ilustración 2. Estructura de un bono de impacto social – actores privados resaltados



Fuente: Sibs.CO 2020

La estructura financiera y contable del bono de impacto social, desde la visual del componente privado, requiere partir de supuestos clave como el precio establecido por el logro de los resultados (que no son del alcance de este trabajo), las metas que será medidas y el horizonte de tiempo del bono, sobre los cuales se construye un modelo de proyección de flujos

de caja, se evalúa la TIR esperada y se establecen mecanismos de gestión y seguimiento con los operadores responsables de la ejecución. Este enfoque metodológico se sustenta en experiencias reales de implementación de bonos de impacto social en Colombia, cuyos aprendizajes permiten ilustrar los principales retos y oportunidades de esta forma de estructuración.

Al proporcionar un marco técnico que oriente a futuros operadores, inversionistas e intermediarios en el diseño financiero de estos instrumentos, este trabajo busca aportar al escalamiento y profesionalización de los bonos de impacto en Colombia. Su valor reside en ofrecer una herramienta orientadora que facilite la movilización de capital privado hacia proyectos sociales de alto impacto, tanto en esquemas de pagadores con recursos públicos (bonos de impacto social) como privados (bonos de impacto al desarrollo).

Este trabajo contribuiría a la creación de estructuras financieras más sólidas, sistemáticas y que sean escalables, dentro de iniciativas de impacto social que posibiliten la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible para Colombia, sumando esfuerzos entre sectores. Esperamos que este proyecto beneficie a todas las partes interesadas en vincularse a una iniciativa con propósito de impacto social, desde la mirada del inversionista al que le genera confianza una estructura financiera sólida, del intermediario que tiene la responsabilidad contractual de lograr las metas establecidas y asegurar la viabilidad financiera del instrumento y, del operador que ejecuta los programas que generan el impacto social proyectado, teniendo una estructura que le oriente el uso eficiente de los recursos.

8. Revisión de Literatura

La presente revisión de literatura examina la evolución de los mecanismos de financiamiento para el desarrollo, desde los modelos tradicionales de filantropía hasta el nacimiento de instrumentos innovadores como los bonos de impacto social (BIS). Esta revisión busca comprender los fundamentos conceptuales, las experiencias internacionales y los factores de adaptación que han permitido la implementación de BIS en Colombia, identificando las limitaciones en el conocimiento técnico, que justifican el desarrollo de un modelo de estructuración financiera y contable específico para el contexto nacional.

La revisión se estructura en cinco ejes temáticos que van desde la evolución histórica del financiamiento para el desarrollo hasta la identificación de retos específicos de conocimiento en el contexto colombiano, estableciendo así la base conceptual para la propuesta metodológica de este estudio.

8.1 Evolución del Financiamiento para el Desarrollo: De la Ayuda Tradicional hacia Mecanismos Basados en Resultados

La financiación para el desarrollo ha experimentado una transformación fundamental desde mediados del siglo XX. Los enfoques tradicionales, centrados en la ayuda gubernamental al desarrollo (AOD), mostraron limitaciones significativas en términos de sostenibilidad y escalabilidad (Todaro & Smith, 2014; Riddell, 2007).

Riddell (2007) demostró a través de estudios de evaluación de impacto que la eficacia de la ayuda externa depende en gran medida del contexto institucional y político, mientras que la falta de coordinación entre donantes y la fragmentación de proyectos reducen la eficiencia y sostenibilidad de los resultados. Esta evidencia reveló que la simple transferencia de recursos desde países desarrollados a locaciones vulnerables era progresivamente cuestionada por su

escasa sostenibilidad y escalabilidad, limitada gestión institucional y la dependencia generada sobre estas transferencias.

El Banco Mundial (1998) introdujo el concepto de “ayuda basada en resultados”, condicionando los desembolsos a la verificación de metas sociales o económicas específicas, más allá de compromisos políticos o presupuestales. Este informe fue decisivo para impulsar una cooperación estratégica basada en resultados, planteando que los recursos financieros debían vincularse al cumplimiento de metas concretas y medibles, lo que abrió espacio para innovar en los mecanismos de financiamiento.

El surgimiento del financiamiento basado en resultados nace como una respuesta directa a las limitaciones identificadas en los modelos tradicionales. Sachs (2005) propuso “mapas de inversión” para que los países identifiquen sus brechas y prioricen recursos en función de metas claras y medibles, respaldando la estructuración de instrumentos financieros orientados al logro de metas sociales concretas con monitoreo constante y evaluación de impacto. Su enfoque macroeconómico identificó que las “trampas de pobreza” sólo se pueden superar con intervenciones coordinadas que incluyan financiamiento externo, beneficiando también a los países desarrollados mediante la ampliación de mercados financieros.

Esta evolución se consolidó con la Agenda de Acción de Addis Abeba (2015), que adoptó un enfoque integral conectando los flujos financieros con objetivos económicos, sociales y ambientales para financiar los ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible). El documento reiteró la relevancia de movilizar capital privado y de promover la creación de instrumentos financieros innovadores, entre ellos, el blended finance, las alianzas público-privadas y los mecanismos de financiamiento basados en resultados. Posteriormente, la OCDE y el PNUD (2016) evidenciaron avances sustantivos en la eficacia de la cooperación para el desarrollo, señalando que el 99 % de

los países participantes disponen de estrategias nacionales de desarrollo y que el 85% de los nuevos proyectos se encuentra alineado con dichos marcos estratégicos.

Este proceso evolutivo estableció las bases conceptuales para el surgimiento de los Bonos de Impacto Social como instrumentos que combinan eficiencia en uso de recursos, medición de impacto y colaboración multisectorial.

8.2 Bonos de Impacto Social: Conceptualización y Marcos Teóricos

Los bonos de impacto social surgen como instrumentos financieros que combinan eficiencia en el uso de recursos, medición de impacto y colaboración multisectorial. Muñoz y Kimmitt (2019) los conceptualizan como “una nueva forma de pensar las finanzas en conexión con las realidades sociales, siendo un vehículo de inversión social.”

Fraser et al. (2020) identifican que los BIS no pueden estructurarse bajo prácticas financieras tradicionales, que resultan ambiguas para estos modelos, requiriendo enfoques específicos que consideren la transferencia de riesgo del sector público al privado y la condicionalidad de pagos basada en resultados verificables. Esta perspectiva es reforzada por Schinckus (2017), quien precisa que la estructuración financiera de los BIS es necesaria para impulsar iniciativas de inversión social, pero también es indispensable que las problemáticas sociales que pretende resolver estén claramente definidas.

Un aspecto identificado por la literatura especializada indica que los Bonos de Impacto Social (BIS) requieren de un esquema contractual orientado a resultados, en el cual el capital privado aporta financiamiento inicial a un proyecto social y recibe una retribución por parte del pagador únicamente en caso de alcanzarse los resultados previstos (GIIN, 2022; WEF, 2020).

La literatura identifica consistentemente tres actores principales en la estructura tradicional de BIS: inversionistas que aportan capital inicial, operadores que ejecutan

intervenciones sociales, y pagadores que desembolsan recursos condicionados a resultados (GIIN, 2022; WEF, 2020).

Sin embargo, las experiencias en países en desarrollo han mostrado adaptaciones significativas. Como señalan Gustafsson-Wright et al. (2019), “es crucial diseñar estructuras de pagos que alineen los incentivos de todos los actores involucrados” y que “los Bonos de Impacto deben permitir ajustes durante su implementación para responder a nuevos aprendizajes y condiciones cambiantes”.

Clifford y Jung (2016) añaden que los BIS ofrecen potencial significativo para innovar en la financiación y entrega de servicios sociales, pero requieren un entendimiento más profundo y evaluación continua de su impacto y efectividad. Los aspectos relativos a la medición de resultados, la adecuación del financiamiento y la estructuración de los instrumentos constituyen desafíos persistentes que requieren una gestión constante para maximizar su contribución al bienestar social.

Desafíos en la Implementación

La literatura académica ha identificado desafíos persistentes en la implementación de BIS. Cipoletta Tomassian et al. (2023) señalan que “uno de los desafíos que ha limitado el uso de bonos de impacto es que su diseño y ejecución suele ser complejo y costoso”, involucrando múltiples actores con horizontes temporales diversos e incentivos no siempre compatibles. Además, al enfocarse en problemáticas particulares de poblaciones vulnerables específicas, el diseño tiende a ser muy específico, lo que dificulta su replicación y escalabilidad.

Sancho et al. (2022) destacan la ausencia de “metodologías de medición y revelación de información financiera frente a las iniciativas de impacto social”, lo que podría explicar la limitada aplicación de este modelo tanto nacional como internacionalmente. Esta observación es

particularmente relevante ya que De Pieri (2021) sugiere que aunque los BIS presentan desafíos significativos, también ofrecen oportunidades para mejorar la eficiencia y efectividad de servicios públicos, requiriendo abordar problemas de medición y alineación de intereses.

Edmiston y Nicholls (2017) concluyen que aunque los BIS ofrecen oportunidades para reformar la prestación de servicios públicos mediante capital privado, los riesgos y beneficios son significativos y complejos, requiriendo más investigación y evaluación crítica para determinar su valor real.

8.3 Experiencias Internacionales y Lecciones Aprendidas

El primer BIS implementado globalmente tuvo lugar en Reino Unido en 2010, enfocándose en la prevención de reincidencia criminal en la cárcel de Peterborough (Disley et al., 2015). Esta experiencia estableció precedentes importantes sobre la estructuración de pagos condicionados a resultados medibles (reducción de al menos 7,5% en la tasa de reincidencia) y la participación de actores privados en la financiación de servicios públicos.

Fischer y García-Cobián Richter (2017) observan que “el enfoque del SIB se centra en atraer inversiones para probar nuevos modelos de servicio que puedan mejorar el bienestar y generar valor social”, aunque reconocen que no todos los programas demuestran eficacia, un SIB exitoso puede aumentar la confianza en futuras iniciativas. Su análisis destaca la evolución de la evaluación de resultados sociales y la necesidad de adaptarse a nuevos contextos y métodos de medición.

Gustafsson-Wright et al. (2019) documentaron que hasta 2017 solo existía un BIS en países en desarrollo (Colombia), evidenciando las complejidades adicionales de estos contextos. Su estudio analiza las primeras experiencias y dimensiona recomendaciones como seleccionar métricas sólidas y realistas, y fomentar la adaptabilidad.

Las adaptaciones incluyen la necesidad de marcos institucionales más flexibles, el involucramiento de organismos de cooperación internacional en el diseño técnico, y la estructuración de mecanismos específicos para la gestión de riesgos políticos y económicos inherentes a estos contextos. Hasta agosto de 2017, había 90 BIS contratados mundialmente, con sólo uno en países en desarrollo, subrayando los desafíos particulares de implementación en estos contextos.

8.4 El Contexto Colombiano: Adaptaciones y Particularidades

Una de las adaptaciones más significativas del modelo BIS en Colombia es la incorporación del rol del intermediario. Vélez-Valencia et al. (2023) documentan que “Colombia ha sido pionera en la implementación de BIS en América Latina” y que las organizaciones participantes “comparten características como la alineación del corazón del negocio con los propósitos de impacto social de los BIS.”

El intermediario en el modelo colombiano asume responsabilidades contractuales tanto con el pagador por resultados como con inversionistas y operadores, articulando el flujo de recursos y garantizando el cumplimiento de metas establecidas. Esta función representa una innovación estructural que diferencia el modelo colombiano de las experiencias internacionales. Según el análisis de Vélez-Valencia et al. (2023), las motivaciones de los inversionistas colombianos incluyen el aprendizaje organizacional, la movilización de recursos con instrumentos financieros innovadores, el aumento de la incidencia social y el fortalecimiento de redes.

Los cuatro BIS implementados en Colombia entre 2017 y 2024, han demostrado la viabilidad del modelo adaptado. SIBs.CO (2020) reporta que el primer BIS “Empleando Futuro” logró un 117,3% de cumplimiento en colocación laboral, 88,4% en retención a tres meses y

generó una rentabilidad del 12,06% para los inversionistas, con un precio máximo de retribución unitaria de \$4.277.691 pesos colombianos.

Sin embargo, también se identificaron desafíos importantes. Las experiencias revelaron “la subvaloración de los costos reales para la ejecución del proyecto social, incluyendo omisiones como el IVA o los sobrecostos asociados al seguimiento individualizado de poblaciones vulnerables” (entrevistas realizadas en el estudio). Vélez-Valencia et al. (2023) identificaron que los riesgos políticos y económicos pueden afectar la rentabilidad y eficiencia de los BIS, pero la experiencia acumulada ayuda a minimizar riesgos operacionales en futuras implementaciones.

El programa SIBs.CO subrayó aprendizajes clave sobre la importancia de la colaboración entre actores para el éxito y escalabilidad, la necesidad de ajustar diseños para reflejar condiciones locales, y la importancia de la flexibilidad en implementación para adaptarse a nuevos aprendizajes.

A pesar de los resultados positivos, persisten retos significativos en la estructuración financiera y contable de BIS desde la perspectiva del sector privado. Rizzello y Kabli (2020) señalan que “no se encuentra información suficiente sobre los bonos de impacto social, especialmente en Latinoamérica”, destacando una valiosa oportunidad de contribución.

La ausencia de metodologías consolidadas para la toma de decisiones del inversionista en relación con el diseño de flujo de caja, estimación de TIR, análisis de riesgos y relación operativa con implementadores representa una barrera para la escalabilidad del instrumento en Colombia. Los desafíos identificados incluyen la dependencia de actores con alto compromiso institucional, la concentración de conocimiento técnico en pocas entidades, y la falta de un marco contable estándar.

8.5 Síntesis y Justificación del Estudio

La revisión de literatura demuestra que los BIS representan una evolución natural del financiamiento para el desarrollo, respondiendo a las limitaciones de los modelos tradicionales mediante la incorporación de elementos de eficiencia, medición de resultados y participación del sector privado. Sin embargo, su implementación exitosa requiere adaptaciones específicas al contexto institucional y regulatorio de cada país.

El análisis revela una progresión clara desde los modelos tradicionales de ayuda, caracterizados por limitaciones en sostenibilidad y escalabilidad, hacia mecanismos de financiamiento basado en resultados que condicionan los desembolsos al logro de metas verificables. Esta evolución culmina en los BIS como instrumentos que combinan capital privado, medición rigurosa de impacto y colaboración multisectorial.

El análisis evidencia que, mientras existe un cuerpo teórico robusto sobre los fundamentos conceptuales de los BIS y documentación de experiencias internacionales, persiste una brecha significativa en herramientas prácticas para la estructuración financiera y contable desde la perspectiva del sector privado, particularmente en contextos de países en desarrollo.

Esta brecha es especialmente relevante en Colombia, donde las adaptaciones del modelo (especialmente el rol del intermediario) han demostrado viabilidad pero requieren sistematización metodológica para facilitar su replicación y escalamiento. La literatura revisada confirma que no existen lineamientos claros para la estructuración financiera y contable desde el componente privado del bono, específicamente metodologías concretas que orienten la toma de decisiones en diseño de flujo de caja, estimación de TIR, análisis de riesgos y relación operativa.

El presente estudio busca llenar este vacío mediante el desarrollo de un modelo de estructuración financiera y contable que facilite la participación efectiva del sector privado en

BIS, contribuyendo así a la profesionalización y expansión de estos instrumentos en el contexto colombiano, y potencialmente sirviendo como referencia para otros países de la región con características institucionales similares.

9. Metodología

Este estudio se desarrolla a partir de la pregunta central sobre cómo estructurar financiera y contablemente los Bonos de Impacto Social (BIS) desde el componente privado en el contexto colombiano. Con base en esta inquietud, se plantea como objetivo general la elaboración de una guía de estructuración financiera y contable que oriente la implementación de BIS en el país, dirigida a inversionistas, intermediarios y operadores, y que se fundamente en las experiencias ya conocidas de bonos de impacto implementados en Colombia. Para cumplir con este propósito, se establecen como objetivos específicos la caracterización de la estructura financiera estándar de un BIS y su aplicación en el contexto nacional; el análisis del flujo de recursos desde los distintos roles que participan en este tipo de instrumentos, en particular desde la perspectiva privada; la revisión de experiencias nacionales con el fin de identificar aprendizajes y vacíos; y finalmente, la propuesta de una guía que contribuya a la replicabilidad y escalamiento de los BIS en el país.

El trabajo adopta un enfoque metodológico de naturaleza cualitativa, complementado con revisión de elementos cuantitativos orientados al análisis financiero y contable de las experiencias documentadas. Este enfoque se considera pertinente debido a que permite explorar en profundidad la complejidad de los esquemas de financiamiento basados en resultados y, al mismo tiempo, incorporar datos numéricos y proyecciones que aportan rigor a la evaluación de los modelos financieros. En términos de diseño, la investigación se enmarca en un tipo descriptivo-analítico, cuyo propósito es caracterizar componentes existentes, sistematizar aprendizajes empíricos y generar una guía de estructuración replicable desde la perspectiva del sector privado.

Las fuentes de información utilizadas se clasifican en primarias y secundarias. Las fuentes primarias comprenden la revisión documental de los casos nacionales de implementación de Bonos de Impacto Social en Colombia, conocidos como Bonos 1, 2 y 3, así como los informes técnicos y financieros asociados a su evaluación, los reportes contables de las entidades participantes y la literatura teórica que sustenta el marco conceptual del estudio.

Las fuentes secundarias corresponden a la información recopilada mediante entrevistas semiestructuradas realizadas a personas con experiencia directa en el diseño, gestión o evaluación de BIS en el país. Estas entrevistas incluyeron personas vinculadas a empresas que desempeñaron roles de inversionistas, operadores, intermediarios, en los BIS implementados en Colombia, así como funcionarios y exfuncionarios de entidades gubernamentales y académicos vinculados a procesos de innovación social y financiamiento basado en resultados. Su propósito fue obtener una visión detallada sobre las prácticas financieras, contractuales y operativas ejecutada en los instrumentos implementados en Colombia, desde la perspectiva del componente privado, así como obtener opiniones sobre lecciones aprendidas, desafíos y oportunidades de mejora para futuros proyectos.

La recopilación de los datos se realizó combinando la información proveniente de las entrevistas, el análisis de los estudios de caso y la revisión de la literatura especializada. Las entrevistas fueron diseñadas con un enfoque flexible, lo que permitió adaptar las preguntas a la experiencia particular de cada participante y profundizar en los aspectos financieros y contables más relevantes para el desarrollo de la guía; la estructura base que se utilizó para las entrevistas se incluye como un anexo al final del documento, estas se realizaron con modalidad virtual, usando la plataforma Microsoft Teams y cada una de ellas tuvo una duración aproximada de una hora. Paralelamente, los casos nacionales de BIS fueron analizados a partir de sus informes de

seguimiento, evaluación de impacto y documentación contractual, con el fin de extraer patrones comunes y prácticas replicables.

El análisis de los datos se desarrolló desde dos perspectivas complementarias. La primera, de carácter cualitativo, consistió en el examen del contenido de las entrevistas y documentos, mediante la identificación de temas relevantes, patrones, desafíos y buenas prácticas observadas en los procesos de estructuración e implementación de BIS. La segunda, de naturaleza cuantitativa, incluyó la revisión y simulación de modelos de flujos de caja reales, la evaluación de la rentabilidad a partir de datos financieros históricos, la elaboración de escenarios bajo distintos supuestos de precios por resultados y riesgos, así como la estimación de estructuras de costos y cronogramas de pagos.

La guía propuesta se construye desde la perspectiva del componente privado y parte de una serie de supuestos que se entienden ya estructurados y acordados por las partes, por lo que no serán abordados en este trabajo, tales como el diseño técnico del programa, el precio a pagar por los resultados alcanzados que, para las experiencias documentadas en Colombia, fue incorporado en el diseño técnico con un margen de ganancia incluido, así como los incentivos y demás elementos propios de la estructuración técnica que llegó al país como una iniciativa de cooperación internacional que dio origen al programa SIBs.CO (actualmente conocido como MÁS Pagos por Resultados).

El desarrollo del modelo se centra en los tres actores principales del componente privado: inversionistas, intermediarios y operadores. En este esquema, el desafío principal en términos de estructuración financiera para garantizar la viabilidad del instrumento recae en el rol del intermediario, quien asumen la responsabilidad de alinear flujos financieros en función del

cumplimiento de los resultados pactados, gestionar riesgos, realizar llamados de capital, articular la ejecución operativa y cumplir las premisas contractuales definidas por las partes.

La guía se aborda por capítulos por cada rol del componente del sector privado. En relación con los inversionistas, se contempla la estimación de la rentabilidad esperada del capital invertido, el análisis de los riesgos financieros asociados al incumplimiento de metas o desviaciones en los costos, y la definición del tratamiento contable del capital conforme a las normas internacionales de información financiera. Para los intermediarios, el modelo propone la estructuración de flujos de caja proyectados, la evaluación de la viabilidad financiera del instrumento, la gestión de riesgos operativos y contractuales, y la articulación de los flujos financieros en función del cumplimiento de los resultados pactados. En cuanto a los operadores, se plantea el costeo de actividades y servicios necesarios para el logro de los resultados, la proyección de flujos de caja para determinar las necesidades de capital de trabajo y la identificación de riesgos financieros en la ejecución de las operaciones.

De esta manera, la metodología integra el análisis teórico, la evidencia empírica y la experiencia práctica de actores involucrados en la implementación de BIS en Colombia, con el fin de generar una guía aplicable y sustentada que aporte a la consolidación de este instrumento financiero como mecanismo innovador para la financiación del desarrollo social en el país. Confirmamos que nuestra investigación no causa daño a personas, organizaciones o a la sociedad; ofrece a los participantes el derecho a la privacidad; usamos consentimiento informado; damos crédito a las fuentes originales y suministramos las referencias adecuadas.

10. Consideraciones éticas

10.1 Consentimiento informado

Durante la realización de las entrevistas, se brindó a las personas participantes un consentimiento informado verbal, en el cual se explicaron los objetivos del trabajo, el uso que se le daría a la información recopilada y el compromiso de mantener la confidencialidad de sus respuestas.

10.2 Confidencialidad y anonimato

Toda la información proporcionada por las personas fue tratada de manera confidencial y utilizada únicamente con fines académicos. Los datos se almacenaron en un entorno seguro y no fueron compartidos con terceros. Ninguna de las personas fue mencionada de forma directa en el desarrollo del trabajo.

10.3 Confidencialidad y anonimato

El tratamiento ético de los datos obtenidos en el trabajo ha sido prioridad para garantizar la privacidad y la seguridad de la información proporcionada por las personas de acuerdo con sus experiencias. Todos los datos se almacenaron en plataformas controladas exclusivamente por las autoras de este trabajo y accesible sólo a ellas mediante sistemas de seguridad con autenticación. Este proceso garantiza que la información no será compartido con tercero y se mantendrá en un entorno seguro durante y después del desarrollo del trabajo.

11. Hallazgos y resultados: Desarrollo del modelo de estructuración financiera y contable de bonos de impacto social

11.1 Contexto general sobre los bonos de impacto social

La financiación para el desarrollo ha transitado por una significativa transformación desde mediados del siglo XX. En sus comienzos se centró en la ayuda oficial al desarrollo (AOD), orientada principalmente a la reconstrucción post-guerra y la provisión de recursos básicos en los países del sur (Todaro & Smith, 2014; Riddell, 2007). Esta dinámica, basada en la transferencia de recursos desde países desarrollados a locaciones vulnerables, fue progresivamente cuestionada por su escasa sostenibilidad y escalabilidad, limitada gestión institucional y la dependencia generada sobre estas transferencias (World Bank, 1998; Sachs, 2005).

Con la aprobación de la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), se reconoció que los recursos públicos, aunque necesarios, eran insuficientes para cerrar las brechas estructurales de financiamiento. La Agenda de Acción de Addis Abeba (2015) enfatizó la necesidad de movilizar el capital privado, canalizarlo de manera efectiva y asegurar impactos sostenibles, dando lugar a nuevas modalidades como la financiación mixta (blended finance), los modelos de pago por resultados, y los bonos de impacto social como instrumentos catalizadores de inversión (UN, 2015; OECD & UNDP, 2016; Convergence, 2021).

En respuesta a esta necesidad, surge uno de los avances conceptuales más relevantes en la evolución del financiamiento para el desarrollo, el modelo de financiamiento basado en resultados (RBF por sus siglas en inglés). Este enfoque desplaza el énfasis desde la simple ejecución de actividades hacia la generación verificable de resultados medibles, verificables y con mayores posibilidades de escalabilidad (World Bank, 2021; WEF, 2020).

En un esquema de pagos basados en resultados, los recursos se desembolsan total o parcialmente cuando se logre el resultado previamente establecido; por ejemplo, mejoras en cobertura escolar o creación de empleo formal. Esto implica una distribución de riesgos entre actores, donde los proveedores del servicio asumen la carga operativa, mientras que el financiador sólo paga si se cumplen los objetivos (GIIN, 2022). El Banco Mundial, la OCDE y varios donantes bilaterales han adoptado variantes de este enfoque, como los program-for-results (PforR) y fondos por resultados temáticos, dentro de los que se incluyen los bonos de impacto social (BIS).

Los BIS emergen como instrumentos financieros innovadores que combinan eficiencia en uso de los recursos, medición de impacto y colaboración multisectorial, abordando desafíos sociales de forma concreta y efectiva. Un bono de impacto social es un contrato en el que el capital privado financia de manera anticipada un proyecto social, que posteriormente es retribuido por un pagador (general pero no exclusivamente una entidad pública), si se alcanzan los resultados esperados (GIIN, 2022; WEF, 2020).

Estos instrumentos han sido exitosamente implementados en países como Reino Unido, India y Colombia, en sectores como empleabilidad, salud materna, reincorporación laboral y educación. El primer BIS que fue estructurado en el mundo, tuvo lugar en Reino Unido en 2010, con el objetivo de proporcionar apoyo a 2.000 prisioneros de la cárcel de Peterborough con condenas inferiores a un año, para prevenir que volvieran a delinquir (Disley, E., Giacomantonio, C., Kruithof, K., & Sim, M., 2015). Sólo hasta 2017 nació el primer BIS en Latinoamérica, en Colombia, denominado *Empleando futuro, enfocado en generación de empleo formal para poblaciones vulnerables* (BID, 2021).

Los BIS son estructurados mediante la relación entre tres actores principales: los inversionistas que aportan el capital inicial para la implementación de un programa social a cambio de una posible rentabilidad, los operadores que ejecutan la intervención contemplada en el programa y consiguen los resultados sociales esperados, y los pagadores por resultados (gobierno u organismos multilaterales) que sólo desembolsan si se verifican los impactos (SIBs.CO, 2020). En el caso del primer BIS, en Reino Unido, participaron Social Finance Ltda como actor privado y el Ministerio de Justicia por parte del gobierno, quienes acordaron un pago por la reducción de al menos 7,5% en la tasa de reincidencia ((Disley, E., Giacomantonio, C., Kruithof, K., & Sim, M., 2015).

La estructuración de un BIS, desde la visual de los actores del sector privado, implica resolver desafíos financieros como modelación de flujos de caja, análisis y evaluación del riesgo, definición de tasas de retorno, y también contables y regulatorios como registros de la inversión, de los gastos asociados a la ejecución del proyecto, contratos de resultado, consolidación de riesgos contingentes (Barder, 2014; World Bank, 2021; UNCTAD, 2014).

Es así como, para el entorno colombiano, se define la participación de un cuarto actor, que tiene un papel contractual fundamental, diferenciando los bonos de impacto social desarrollados en Colombia respecto a los que se han estructurado en otros lugares del mundo. Este rol se conoce como el intermediario, es quien asume las responsabilidades en el contrato de pago por resultados con el pagador y se obliga, a partir de la ejecución del proyecto, con los inversionistas en los llamados de capital y retornos de la inversión, y con los operadores en el seguimiento y pago por la prestación de los servicios. En una mirada más global, se encarga de crear la conexión entre los inversionistas, operadores y pagadores por resultados, facilitando las conversaciones, el flujo de actividades, el dimensionamiento y mirada holística del bono de

impacto estructurado y velando por el cumplimiento de cada uno de los hitos establecidos en el programa.

Es preciso indicar que este rol se define dentro de un contexto colombiano donde el mercado y las instituciones se encuentran en una curva de consolidación en el uso de mecanismos de pago por resultados, en medio de los retos que tiene la innovación pública y la estructura contractual y presupuestal pública, que carece de flexibilidad para implementar estos modelos.

11.2 El rol del Intermediario en los Bonos de Impacto Social en Colombia

La figura del intermediario en los Bonos de Impacto Social (BIS) en Colombia responde a necesidades técnicas, contractuales e institucionales propias del ecosistema nacional. Su rol no es accesorio, sino central para garantizar la articulación entre el sector público y los múltiples actores privados involucrados.

Su papel resulta esencial para simplificar la relación contractual con el Estado, ya que actúa como único punto de contacto con el pagador público, reduciendo la carga administrativa y jurídica. Asimismo, coordina y organiza la participación de los inversionistas y los operadores de servicios, garantizando la adecuada gestión de los flujos financieros y la operación técnica del programa. En algunos casos, esta coordinación se realiza mediante vehículos de propósito especial (Special Purpose Vehicles, SPV), los cuales centralizan los recursos y aportan transparencia y control financiero. De esta manera, el intermediario se consolida como el agente responsable de articular la operación, administrar los recursos privados y asegurar la coherencia entre los resultados esperados y los mecanismos de pago por resultados.

Además de sus funciones operativas y financieras, el intermediario cumple un papel estratégico en la gestión del desempeño y la verificación de resultados, consolidando

información, promoviendo ajustes metodológicos y facilitando el aprendizaje continuo. Su participación incorpora un costo legítimo dentro de la estructuración financiera del BIS, justificado por el valor que aporta en términos de coordinación, trazabilidad y transparencia. Más allá de su función técnica, el intermediario también ha contribuido al fortalecimiento del ecosistema nacional de inversión de impacto, al transferir metodologías internacionales, generar confianza entre actores públicos y privados, y facilitar la comprensión del enfoque de pago por resultados. En consecuencia, su existencia no sólo responde a una necesidad operativa, sino que constituye un elemento estructural que favorece la sostenibilidad y la eficacia de los BIS en Colombia.

En el caso del primer Bono de Impacto Social en Colombia, denominado Empleando Futuro, la iniciativa se caracterizó por una estructura de colaboración público-privada y de cooperación internacional. En ella participaron el Departamento para la Prosperidad Social (DPS), como entidad pública nacional responsable de la política de superación de la pobreza, quien actuó como pagador por resultados, asumiendo el compromiso de desembolsar los recursos únicamente en la medida en que se verificara el cumplimiento de las metas acordadas. El Laboratorio de Innovación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID Lab), con el apoyo financiero del Gobierno de Suiza a través de la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO), desempeñó el rol de cofinanciador y acompañante técnico, aportando recursos de cooperación y asistencia metodológica para la estructuración del instrumento, en el marco del programa SIBs.CO. Por su parte, el grupo de fundaciones colombianas conformado por la Fundación Corona, la Fundación Santo Domingo y la Fundación Bolívar Davivienda actuó como inversionista social, aportando el capital inicial necesario para financiar las actividades operativas del programa: colocación laboral, retención por tres meses y retención por seis meses

en empleos formales, los cuales constituían los hitos de pago establecidos en el esquema de financiamiento basado en resultados.

Finalmente, es requerida la intervención de un quinto actor, un validador o auditor independiente, que verifica el cumplimiento de las metas predefinidas que dan lugar al pago por resultados. Este verificador de resultados independiente hace parte del diseño estándar internacional de los Bonos de Impacto Social, desde que se implementó el primer piloto en Reino Unido. Su función es validar de manera imparcial el cumplimiento de los resultados acordados, garantizando transparencia, confianza y trazabilidad para que el pagador desembolse. Este rol implica un costo para el proyecto, que usualmente lo cubren los inversionistas privados (a través del intermediario/SPV). En algunos casos puntuales, como es el caso colombiano, fue cofinanciado por los pagadores en los BIS 3 y BIS 4, y por parte de la cooperación internacional, a través del BIDLab con los recursos de SECO, para los dos primeros. Para efectos de este trabajo, no se incluirán como parte del análisis y construcción del modelo.

A diferencia de los instrumentos de deuda como bonos verdes, bonos sociales tradicionales y otras soluciones financieras, los bonos de impacto social son un contrato de pago por resultados sociales o ambientales concretos, buscando que a través de un incentivo financiero se logre mayor impacto. En los bonos de impacto social, la asunción del riesgo financiero recae principalmente en los inversionistas privados, quienes anticipan el capital inicial necesario para financiar la intervención social. Este diseño traslada la exposición al riesgo de pérdida desde el sector público hacia el privado, lo cual reduce la vulnerabilidad del gobierno y de otros actores participantes frente a posibles incumplimientos en los resultados.

La estructura de estos instrumentos resulta atractiva para el capital privado, ya que abre una oportunidad de inversión vinculada al logro de impacto social verificable. Al mismo tiempo,

ofrece a las organizaciones implementadoras un margen de flexibilidad en la forma de alcanzar las metas establecidas. En lugar de estar restringidas por esquemas rígidos de financiamiento tradicional, las organizaciones sociales pueden innovar en metodologías, adaptar sus estrategias en función de las necesidades reales de los beneficiarios y responder de manera más ágil a los cambios del contexto. Por otra parte, la posibilidad de obtener una rentabilidad asociada al cumplimiento de resultados convierte al mecanismo en un vehículo que, además de movilizar recursos, favorece la escalabilidad de las soluciones diseñadas. Es decir, los aprendizajes generados en proyectos piloto pueden replicarse y expandirse, consolidando intervenciones sostenibles y de mayor alcance (SIBs.CO, 2022).

11.3 Bonos de impacto social en Colombia

Desde el 2017, cuando nació el primer bono de impacto social en Colombia, hasta 2024, se han estructurado e implementado cuatro BIS en el país, todos con enfoque en resultados de empleo, como una forma de contribuir a la reducción de la pobreza y la emergencia generada por el COVID, cerrando las brechas de acceso al empleo de las poblaciones vulnerables del país, para lograr una colocación efectiva en empleos formales y una retención posterior de estos empleos por al menos tres meses.

De acuerdo con los datos recopilados por SIBs.CO, el primer BIS “Empleando Futuro”, desarrollado con el objetivo de mejorar la inserción laboral de población vulnerable en Bogotá, que tuvo una duración total de 21 meses, contados a partir de abril de 2017 hasta el 31 de diciembre de 2018, logró conectar a 899 personas en un empleo formal, con un resultado efectivo de 117,3% sobre la meta inicialmente establecida; logró mantener a 677 personas en el empleo por al menos tres meses con un 88,4% de cumplimiento y 309 personas por al menos seis meses, comprobando de esta manera la efectividad del potencial del modelo BIS. El precio

pagado se distribuyó en 50% por la colocación, 50% por retención a tres meses y un 10% adicional por retención a seis meses, con una máxima retribución unitaria de \$4.277.691 pesos colombianos (Fundación Corona 2020).

Este primer bono, se estructuró en el marco del programa SIBs.CO. Este proceso contó con el liderazgo del Departamento para la Prosperidad Social (DPS) como entidad pagadora de resultados, y con el apoyo técnico y financiero del Banco Interamericano de Desarrollo, a través de su laboratorio de innovación BID Lab, junto con la Cooperación Económica y Desarrollo de Suiza (SECO) y la Fundación Corona. El diseño metodológico del instrumento fue acompañado por la firma especializada Instiglio, mientras que la Corporación Inversor asumió la gerencia integral y la gestión operativa del bono. En cuanto a la movilización de capital, el riesgo financiero inicial fue asumido por inversionistas privados nacionales, entre los que se destacaron la Fundación Corona, la Fundación Bolívar Davivienda y la Fundación Santo Domingo. De esta manera, la estructuración del primer bono en el país fue el resultado de una articulación entre el sector público, organismos multilaterales, filantropía estratégica y expertos técnicos, lo que permitió sentar las bases para la adopción de mecanismos de pago por resultados en la política social colombiana.

Esta primera experiencia de implementación de Bonos de Impacto Social en Colombia permitió evidenciar su potencial como mecanismos capaces de canalizar inversión privada hacia la atención de problemáticas sociales bajo principios de eficiencia, innovación y retorno condicionado al impacto. Este instrumento no sólo demostró la viabilidad de vincular capital privado a objetivos públicos, sino que también resaltó la necesidad de contar con marcos contables, financieros y contractuales claros que otorguen seguridad y transparencia a los actores privados involucrados. Uno de los principales desafíos identificados fue la definición de un

modelo financiero equilibrado que armonizara el riesgo asumido por los inversionistas privados con los incentivos de pago ofrecidos por la entidad pública pagadora de resultados. Más que una limitación, este reto se convirtió en una oportunidad para que los participantes, en especial el intermediario, desarrollaran nuevas capacidades de gestión financiera, estructuración de flujos de recursos y cálculo de retornos de inversión. En este proceso, el intermediario desempeñó un papel fundamental al diseñar y ajustar los modelos que garantizaran una Tasa Interna de Retorno (TIR) positiva para los inversionistas, al tiempo que promovía una gestión eficiente del desempeño de los operadores sociales. Así, la ausencia de precedentes nacionales se transformó en un espacio de innovación y aprendizaje que contribuyó a consolidar competencias técnicas en los actores privados y a fortalecer la institucionalidad necesaria para futuras experiencias de financiamiento basado en resultados en el país. (MASpxr, 2023).

Tanto el Estado como los actores privados debieron aprender a implementar contratos de pago por resultados. El documento “Resultados de la Agenda de Aprendizajes Primer Bono de Impacto Social en un país en desarrollo”, destaca la complejidad de capturar costos, diseñar indicadores y habilitar sistemas tecnológicos para el seguimiento del desempeño (MASpxr, 2023). El proceso implicó una curva de aprendizaje pronunciada y mayores costos técnicos y financieros. La operación no contaba con marcos normativos específicos en Colombia. Esto requirió adaptar prácticas contables de los inversionistas, así como contratar soporte legal para garantizar vigencias multianuales, pagos condicionados y cumplimiento de obligaciones fiscales y administrativas.

Finalmente, uno de los retos más relevantes fue demostrar que este tipo de modelos puede ser escalable y replicable en otras regiones del país o en otros sectores sociales. La dependencia de actores con alto compromiso institucional, la concentración de conocimiento técnico en pocas

entidades, y la falta de un marco contable estándar para la estructuración de BIS en Colombia han limitado su masificación (MASpxr, 2023). Aun así, el resultado fue positivo, los inversionistas recuperaron su capital inicial y obtuvieron una rentabilidad de 12,06%, logrando las expectativas financieras y el impacto social esperado.

Este resultado positivo no fue fortuito. La estructuración financiera se basó en flujos de caja proyectados, hitos de desempeño claramente definidos y contratos que condicionaban los pagos al cumplimiento de indicadores verificables (colocación y retención laboral). La TIR, como métrica de referencia, se derivó de la secuencia temporal de aportes de capital, costos de operación y pagos por resultados, lo que permitió anticipar los rendimientos potenciales del instrumento. En este contexto, la TIR no sólo representa una medida de rentabilidad, sino también una herramienta clave para la toma de decisiones de inversión social bajo riesgo compartido.

Ilustración 3. Flujo de Caja Primer BIS en Colombia



Fuente: SIBs.CO (Hoy MAS pagos por resultados)

En ese sentido, este caso se convirtió en un punto de partida clave para el desarrollo de un modelo de estructuración financiera y contable que facilitara la participación del sector privado en futuros esquemas de inversión social. Un modelo que, desde su diseño, considera el rol activo del inversionista como financiador del impacto, pero también como actor estratégico en la asignación del riesgo, en la definición de métricas de retorno y en la validación de resultados medibles. Este enfoque exige mecanismos contables claros, asertividad contractual, e instrumentos financieros adaptados a las particularidades de los programas sociales en el contexto colombiano.

En el segundo BIS implementado en Colombia, denominado “Cali progresa con empleo”, se logró la colocación laboral de 1.030 personas en empleos formales, con un cumplimiento del 82% de la meta establecida; 774 personas lograron una permanencia en el empleo de tres meses, logrando el 86% de lo esperado y, 550 personas se mantuvieron durante seis meses, alcanzando un 90%. Estos resultados demostraron el éxito de las estrategias de formación e intermediación laboral implementadas en el desarrollo del BIS.

Este programa captó dos fuentes principales de financiación, la Alcaldía de Cali y el BIDLab con recursos de SECO, en el marco del programa de SIBs.CO. El presupuesto total de gastos del proyecto fue de \$3.999 millones y unos ingresos reales percibidos por \$3.407. Estos recursos se ejecutaron en tres fases claves, durante las cuales se observaron variaciones entre el presupuesto establecido y las ejecuciones reales, lo que exigió una adaptación en tiempo real frente a las circunstancias de colocación y retención laboral que fueron evidenciadas en la ejecución del programa.

El tercer bono de impacto social tuvo lugar en Antioquia, conocido como “Creo Comfama”, permitió la vinculación laboral en empleos formales de 1.021 personas afiliadas en

categorías A y B del Sisbén, durante sus dos fases de implementación, superando la meta establecida al alcanzar un 111% de efectividad. El 70% de estas personas logró una permanencia de tres meses en sus empleos, con un cumplimiento del 102%. Adicionalmente, en este programa participaron 2.838 personas en mentorías de acompañamiento para el desarrollo de habilidades para la empleabilidad (Comfama, 2023).

La articulación de los actores fue fundamental para determinar el éxito del bono de impacto social, que sumó a cuatro inversionistas: Fundación Bancolombia, Fundación Fraternidad de Medellín, Fundación Juan Fe, Comfama y Fundación Sofía Pérez de Soto que se sumó en la segunda fase de este BIS. Los aportes de capital de estas entidades alcanzaron los \$1.250 millones de pesos en la primera fase, obteniendo una rentabilidad del 8% efectivo anual, que permitió reinvertir los recursos en la segunda fase, un gran logro para el BIS. Los pagadores por resultados del bono fueron Departamento Nacional de Prosperidad Social, Laboratorio de Innovación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID Lab) con los recursos de la Embajada de Suiza en Colombia – Cooperación Económica y Desarrollo (SECO), en el marco de Programa SIBs.CO. Por su parte, los operadores del programa fueron la Fundación Juan Fe y Comfama, este último actuó como intermediario, cumpliendo así con tres roles dentro del BIS.

12. Discusión y resultados: Propuesta de modelo de estructuración financiera y contable de BIS en Colombia

A partir de los aprendizajes obtenidos en los bonos de impacto social implementados en Colombia, este trabajo plantea el desarrollo de un modelo de estructuración financiera y contable de BIS, enfocado específicamente en el componente privado, desde la mirada de cada uno de los actores, inversionistas que aportan el capital inicial, operadores que ejecutan las intervenciones de impacto social e intermediarios que articulan y dan cumplimiento a los acuerdos contractuales del esquema de pago por resultados entre las partes. Esta propuesta está orientada a proponer una guía técnica y práctica que facilite la implementación y con ello, la participación, del sector privado en este tipo de instrumentos.

Este modelo no pretende sustituir el diseño técnico del proyecto social, propio del pagador o del diseñador técnico, sino complementarlo con una ruta de estructuración financiera rigurosa, clara y replicable.

A continuación, se presentan los elementos fundamentales del modelo de estructuración financiera y contable, presentados por actor, partiendo del intermediario como eje articulador del esquema, seguido del inversionista y del operador, cada uno con su respectivo enfoque metodológico:

12.1 Capítulo 1. Rol del intermediario

El intermediario es la columna vertebral del BIS en Colombia. Su función trasciende la mera articulación administrativa, se encargan de la estructuración financiera, actúan como gestor del riesgo y garante de los compromisos contractuales entre inversionistas, operadores y el pagador por resultados; es como un director de orquesta, asegurando que los proyectos financiados logren los objetivos sociales propuestos y generen los resultados esperados. En el

contexto colombiano, este rol adquiere particular relevancia, al ser quien asume formalmente la responsabilidad de ejecución ante el pagador, y a la vez articula el retorno a los inversionistas.

Las actividades clave del intermediario comprenden: diseño del modelo financiero con estructura de costos del programa, cronograma de ejecución y metas; proyección de flujo de caja bajo escenarios conservador, moderado y optimista; evaluación de la TIR esperada, considerando hitos de pago y rendimientos proyectados; elaboración de la matriz de riesgos financieros y operativos; definición del esquema contable y fiduciario para la administración de recursos y coordinación de la validación de resultados con auditor independiente.

Para dar cumplimiento a estas actividades, en este modelo se propone una guía que oriente la estructuración estándar de un BIS:

12.1.1 Diseño del modelo financiero

Uno de los roles principales del intermediario consiste en analizar y dimensionar las actividades necesarias para alcanzar los resultados acordados, partiendo de la ruta de intervención técnica previamente definida por el pagador o por el diseñador técnico del BIS. Su tarea no es redefinir la estrategia de intervención, es evaluar esa ruta considerando el tiempo, recursos y costos, en línea con las propuestas de desempeño presentadas por los operadores de servicio. De esta manera, el intermediario asegura la alineación entre la intervención técnica prevista y la estructura financiera del bono, equilibrando los requerimientos del contrato de resultados con la capacidad operativa y económica de quienes ejecutan el proyecto. Para ello, este rol debe considerar:

Identificar del contexto general del bono de impacto social, datos claves necesarios para la estructuración financiera y contable del bono: población objetivo, problema específico que se espera atender, lugar donde se proyecta generar el impacto social, alcance detallado, duración en

meses, fechas claves, monto requerido como inversión inicial, participantes, cuáles son los indicadores clave que serán medidos como resultados, forma de verificación de las metas alcanzadas, quién será el pagador por resultados y de dónde provienen los recursos, costos operativos del programa, costos de gestión del BIS, vehículo recaudador de los recursos, entre otros.

Estas definiciones técnicas son determinadas por el pagador y el diseñador técnico las estructura y las documenta en el memorando de diseño técnico que contiene el análisis y colocación del incentivo. Aquí también se definen precios de resultados unitarios, a partir del presupuesto general disponible para el proyecto entregado por el pagador.

Tabla 1. Ficha técnica

| Ficha técnica Bono de Impacto Social | |
|---|---|
| Nombre del programa | <i>Texto</i> |
| Población objetivo | <i>Texto</i> |
| Problema específico | <i>Texto</i> |
| Ubicación | <i>Barrio, ciudad, departamento</i> |
| Alcance detallado | <i>Texto</i> |
| Duración | <i>En meses</i> |
| Fecha inicio | <i>DD/MM/AAAA</i> |
| Fecha final | <i>DD/MM/AAAA</i> |
| Inversión inicial | <i>Campo numérico en pesos colombianos</i> |
| Inversionistas | <i>Razones sociales</i> |
| Rentabilidad esperada | <i>Rango porcentual</i> |
| Intermediario | <i>Razón social</i> |
| Pagador por resultados | <i>Razón o razones sociales</i> |
| Origen de los recursos | <i>Texto</i> |
| Operadores | <i>Razones sociales</i> |
| Indicadores claves - KPI | <i>Texto</i> |
| Periodicidad de medición | <i>Mensual, bimensual, trimestral, semestral, anual</i> |
| Fuentes de verificación | <i>Texto</i> |
| Vehículo recaudador | <i>Cuenta de ahorros, corriente, patrimonio autónomo, fiducia</i> |

Obtención de los objetivos a medir incluidos en el diseño técnico: esta fase implica la identificación de actividades clave, hitos fundamentales para el éxito del proyecto, y la definición de las metas que llevarán al pago por resultados, así como las fuentes a través de las cuales se verificará el cumplimiento de estos.

Identificación de participantes: en función de las actividades clave y las metas establecidas, identificar los participantes en el marco del desarrollo del proyecto: ¿Quiénes son los inversionistas? ¿Cuáles son los operadores que pueden ejecutar las actividades identificadas? ¿Quién o quiénes son los pagadores por los resultados?

Tabla 2. Matriz de participantes

| Participantes | | |
|-------------------|---------------------|--|
| Empresa 1 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 2 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 3 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 4 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 5 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 6 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 7 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 8 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 9 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |
| Empresa 10 | <i>Razón social</i> | <i>Rol: inversionista, operador, intermediario, pagador resultados</i> |

Dimensionamiento de hitos relevantes en los plazos establecidos: fecha de inicio, fecha final, etapas del proyecto según los objetivos definidos y las áreas a intervenir: biodiversidad, empleabilidad, educación, cultura, reforestación, entre otros. (Tabla 2)

Evaluación de métricas: ¿Cuáles son las métricas que darán lugar al pago por resultados? ¿Cómo se deben medir y con cuál periodicidad? ¿Cuál será la fuente oficial para obtener los datos con los que se midan el cumplimiento de metas?

Construcción del modelo financiero con la articulación de todos los roles: la elaboración del modelo financiero incluye la proyección de un flujo de caja con el costo de servicios tanto

operativos como de gestión y los ingresos por resultados obtenidos, así como el cálculo de la rentabilidad esperada.

12.1.2 Construcción del modelo financiero

El modelo financiero de un bono de impacto social (BIS) requiere definir una arquitectura que visibilice y posibilite la viabilidad económica del instrumento, desde los flujos de recursos que contribuyen al logro de las metas; la alineación de incentivos entre los roles articulados y la medición estricta del impacto social que dará lugar al pago por resultados. Este enfoque permite garantizar transparencia, viabilidad financiera, trazabilidad contable y confianza entre las partes.

El modelo comprende, de forma general, los siguientes componentes que deben ser desarrollados en función de las características particulares del bono y el impacto social: costeo de actividades y servicios, proyección de flujos de caja de las entradas y de las salidas en cada momento de ejecución del proyecto que es financiado con el fin de identificar las necesidades de efectivo, estimación los valores que deben ser pagados por los resultados obtenidos, evaluación de la rentabilidad que será entregada a los inversionistas y definición de riesgos potenciales en términos financieros.

Estimación de costos y presupuesto total

La estimación de los costos constituye la columna vertebral del modelo y de la viabilidad financiera del bono, considerar con precisión todos los costos asociados al desarrollo del programa de impacto social y de la gestión del BIS, permitirá el logro de los resultados y cumplir con las expectativas de rentabilidad.

Un elemento fundamental para realizar una estimación de costos asertiva es la estructuración de las etapas y los hitos del programa de impacto social que se va a desarrollar, de acuerdo con los parámetros definidos por el diseñador técnico, desde la etapa preoperativa, en la

que normalmente se estructuran los servicios, se realizan los acuerdos legales, se crean los vehículos financieros, hasta la etapa de verificación de resultados y finalización del programa. Contemplar cada momento será esencial para dimensionar el máximo detalle de costos y, en consecuencia, las necesidades de recursos desde los inversionistas para articular armónicamente los flujos de caja.

En la definición de los costos, identificar los conceptos por categorías, fortalecerá el análisis y la flexibilidad a la hora de realizar ajustes en la ejecución del modelo. Las categorías principales que se deben considerar son: costos directos, indirectos y contingentes, de acuerdo con la atribución en la operación del programa de impacto; costos fijos y variables, en función del cumplimiento de los resultados y de la población atendida y/o beneficiada. El intermediario debe contemplar tanto los costos asociados a la operación de la intervención social como los gastos relacionados con la gestión del BIS y Gerencia del proyecto.

Los costos directos se definen como aquellos gastos que guardan una relación inmediata y verificable con la ejecución del programa de impacto o intervención social. Estos costos están estrechamente vinculados a las actividades desarrolladas en beneficio de la población objetivo e incluyen, principalmente, los gastos asociados al operador del programa, la adecuación de espacios físicos, a los procesos de capacitación, a la adquisición de equipos tecnológicos, a los insumos y materiales necesarios, así como a la suscripción o desarrollo de plataformas digitales.

Los costos indirectos están relacionados con actividades que, aunque no están directamente vinculados a la prestación de servicios del proyecto, son esenciales para que todo funcione correctamente, son de tipo administrativo y gestión del programa, tales como: mercadeo, publicidad, gastos de personal administrativo, servicios públicos, gastos legales, gastos financieros, impuestos, aseo, vigilancia, costos asociados a la verificación de resultados y

evaluación financiera del proyecto. Los servicios de soporte comprenden una gama amplia de gastos que proporcionan apoyo al proyecto, como los servicios legales, el mantenimiento de equipos, el soporte tecnológico y los servicios de consultoría. Estos servicios permiten que el proyecto siga funcionando de manera eficiente y sin interrupciones.

En los proyectos con una alta exigencia de evidencia técnica para demostrar el impacto, como las plataformas para seguir el progreso de los participantes, puede contemplar la necesidad de sistemas de monitoreo más avanzados que generaría un incremento en costos de manera significativa. Esto incluye el uso de herramientas de software, personal adicional para la gestión de datos, y auditorías frecuentes para asegurar que los resultados sean los correctos.

Los costos contingentes corresponden a aquellos gastos imprevistos que pueden surgir durante la implementación y ejecución del proyecto, y que resultan difíciles de anticipar o cuantificar en la etapa de planeación. Entre estos pueden incluirse los costos asociados a la retención de participantes, la necesidad de ofrecer un acompañamiento más personalizado o de fortalecer la formación en habilidades blandas, lo cual genera gastos adicionales no contemplados inicialmente. Asimismo, se consideran dentro de esta categoría los costos derivados del seguimiento y apoyo continuos, la adaptación del programa a las necesidades cambiantes de los beneficiarios y los ajustes inflacionarios que puedan presentarse durante el periodo de ejecución.

La definición de los costos implica el uso de supuestos que requieren ser analizados y documentados, considerando todos los elementos necesarios para realizar la mejor estimación posible. Algunos ejemplos de supuestos pueden considerar: cantidad de personas a beneficiar, cotización de precio de servicios, cantidad de participantes, gastos financieros, imprevistos, entre

otros. Referenciarse con entidades que hayan ejecutado programas similares, aporta mayor precisión a las estimaciones que se realicen.

Es indispensable que estos costos se estimen con periodicidad mensual y estén vinculados directamente a cada actividad del programa de impacto social, esto con el fin de realizar una adecuada proyección de flujo de caja y tener la flexibilidad para realizar ajustes sin modificar el modelo completo. Se recomienda que los costos se vinculen con los indicadores de cumplimiento de resultados, para facilitar la trazabilidad y medición de la rentabilidad.

De acuerdo con las entrevistas realizadas, se destacaron retos en la implementación de bonos de impacto social en Colombia, relacionados con la estructuración financieras, dentro de ellos la subvaloración de los costos reales para la ejecución del proyecto social, incluyendo omisiones como el IVA o los sobrecostos asociados al seguimiento individualizado de poblaciones vulnerables. Estos retos son propios del rol del intermediario, y se abordan con una detallada planeación del programa y estimaciones que consideren el máximo de variables posibles en el desarrollo de la intervención, modelando más de un escenario.

Proyección de flujos de caja

Así como la definición de los costos asociados al programa se considera la columna vertebral del modelo, la proyección de flujos de caja le otorga la forma para evaluar la viabilidad financiera del programa y se convierte en la base para medir la rentabilidad que será entregada a los inversionistas y las necesidades de recursos para un adecuado desarrollo del programa de impacto social.

Un flujo de caja se compone de tres elementos principales: entradas de dinero, salidas de dinero y fechas.

Las entradas de dinero constituyen los valores que se relacionan con ingresos de recursos monetarios que permitirá la realización de los pagos relacionados con el programa. En el caso de los bonos de impacto social, se consideran como entradas de dinero, los aportes realizados por los inversionistas, los pagos por resultados obtenidos y los rendimientos financieros que se puedan generar por los recursos que se depositan en el vehículo financiero. Los momentos en los que ingresarán estos recursos, no son determinados exclusivamente por el intermediario, sólo los que están relacionados con los aportes de los inversionistas, que dependerá en gran medida, de la estimación de flujos de salida (egresos) y necesidades de capital de trabajo en cada momento del proyecto.

Los pagos por resultados se obtendrán en la medida en que se logren las metas previamente definidas, sin embargo, realizar una estimación de estas fechas de pago es relevante para completar el modelo financiero. Por las etapas que se ejecutan previo a cumplir las metas y lograr la verificación, es normal que dentro del modelo, estos pagos se reflejen hacia el final de la intervención social.

Los rendimientos financieros se conocerán al final del programa, pero será importante hacer una estimación de acuerdo con el vehículo financiero definido para el recaudo de los recursos y los términos contractuales pactados. Al momento de realizar el modelo es posible que no existan un contrato fiduciario, por lo que se incluirá la información a partir de las cotizaciones realizadas en la etapa de estructuración.

Las diferentes fuentes de ingresos de dinero podrán incluirse en el flujo de caja en diferentes meses, de acuerdo con las estimaciones realizadas, lo que generará variaciones en los resultados esperados, como se explorará en el siguiente apartado. Será necesario en esta

construcción, modelar diferentes escenarios, con ajuste a los supuestos definidos, que enmarcarán el modelo hacia una visual conservadora, moderada y optimista.

Las salidas de dinero por su parte se considerarán como todos los egresos necesarios para el desarrollo del programa de intervención social, que lleven al logro de las metas. Estos egresos son los costos detallados por mes y por concepto e incluirán los pagos o retornos de capital que se realicen a los inversionistas en los momentos previos a la finalización del programa, si así ha sido acordados en el contrato que vincula a las partes del bono de impacto social.

Evaluación de la rentabilidad

Antes de profundizar en el análisis financiero de la rentabilidad, es preciso indicar que los bonos de impacto social no son en sí mismo un instrumento de riqueza con grandes retornos, se trata de un instrumento de impacto, por lo que las motivaciones para todos los actores deben ir encaminadas hacia el propósito de contribución social.

Desde el punto de vista financiero, en los BIS se puede hablar de varios tipos de rentabilidad; para efectos de este trabajo se mencionarán tres principales: una, la principal, relacionada con el resultado final del bono, donde se puede indicar, en términos generales, que el valor pagado por los resultados al terminar el programa cubrió todos los gastos asociados a la intervención social y gestión del bono, y generó una ganancia; otra, está asociada al retorno acordado con los inversionistas, que podrá ser un valor específico o un rango, con la premisa de que, los pagos a recibir están condicionados al logro de unas metas definidas, puede no cumplirse la expectativa de rentabilidad para el inversionista o puede generar pérdida del capital invertido. Finalmente está la rentabilidad para el intermediario, quien tendrá unos costos asociados a su gestión y un valor de intermediación que deberá ser acordado dentro de los contratos firmados entre las partes participantes del bono de impacto social.

En este capítulo, se referenciará la rentabilidad total del bono, medición que está bajo la responsabilidad del intermediario y que es de amplio conocimiento para el inversionista y el pagador:

La medición de la rentabilidad, entendida como el resultado financiero del BIS, se realiza a través de la tasa interna de retorno (TIR), cuya base de cálculo es el flujo de caja, completo y detallado, que se indicó en el apartado anterior. Este retorno se expresa en términos porcentuales, indicando el crecimiento del dinero invertido con las ganancias obtenidas.

Para calcular la tasa interna de retorno es necesario conocer el valor de los recursos que ingresarán dentro del desarrollo del programa de intervención social, con la mejor estimación posibles de las fechas (meses) que será recibidos; así como todos los gastos o dinero que saldrá como pago para cumplir con actividades definidas para completar el programa y las fechas en las que tendrán lugar estas salidas. Una vez se tenga el modelo completo, se podrá calcular el resultado financiero del BIS y la rentabilidad para los inversionistas.

Un aspecto importante para considerar en el cálculo de la rentabilidad es la inflación, especialmente, pero no exclusivamente, en los bonos de impacto social con una duración superior a un año. Para conocer la ganancia real de una inversión, será necesario descontar la inflación, lo que se conoce como rentabilidad deflactada o rentabilidad real. En el acuerdo realizado con los inversionistas, es indispensable acordar este concepto en las expectativas de resultado esperado. La fórmula para calcular la rentabilidad deflactada es:

$$\text{Rentabilidad real} = \frac{1 + \text{Rentabilidad nominal} - I}{1 + \text{inflación}}$$

Los gastos financieros y tributarios deben ser considerados dentro del flujo de caja proyectado, para calcular la rentabilidad, así como todos los gastos de alistamiento del programa, siempre que estos deban ser cubiertos con el capital aportado por los inversionistas. Pueden

presentarse programas en los que los gastos de estructuración y alistamiento estén financiados con recursos que no esperan un retorno, del gobierno o recursos de filantropía, lo que se conoce como *blended financing (financiación combinada)*, que se presenta cuando se combinan recursos que esperan un retorno y aquellos que no, dentro de un mismo programa.

Es posible que la rentabilidad llegue a ser negativa, cuando los recursos obtenidos por el pago de resultados no cubran el total de gastos del programa. En estos casos el riesgo es asumido principalmente por los inversionistas, pero pueden presentarse acuerdo en los que el riesgo sea compartido con los demás actores del bono de impacto social: operadores e intermediario.

12.1.3 Análisis de riesgos

Los bonos de impacto social son instrumentos en los que los riesgos se transfieren de las entidades gubernamentales que pagan por los resultados sociales, a los intermediarios, operadores e inversionistas, que están expuestos a una serie de riesgos de tipo operativo, de desempeño, financieros, legales/contractuales, entre otros. En este capítulo se abordarán los riesgos financieros y las estrategias de mitigación que pueden ser implementadas por el intermediario para procurar el logro de los objetivos trazados, como garante técnico entre inversionistas, operadores y entidades del gobierno. Una matriz de riesgos será necesaria para una oportuna identificación y gestión de estos escenarios de incertidumbre.

La misión del intermediario, es identificar los riesgos y traducirlos en acuerdo claros para construir confianza entre las partes y procurar la flexibilidad del bono ante la variabilidad y diferentes escenarios posibles. Existen cinco categorías de riesgos que sugieren abordarse dentro de este análisis:

Tabla 3. Matriz de riesgos intermediario

| Categoría riesgo | Descripción | Estrategia de mitigación |
|-------------------------|---|--|
| Riesgo de mercado | Crecimiento de la inflación, incremento del salario mínimo legal vigente y otras variables macroeconómicas que afecten los costos del programa. | Seguimiento continuo a la estructura de costos en el modelo financiero y ajustes en las desviaciones identificadas. Cláusulas contractuales con operadores y proveedores en cambios de precios por variables macroeconómicas. |
| Riesgo operativo | Ineficiencias en operación, desviaciones presupuestales o situaciones internas de los operadores que afecten el cronograma del programa. | Seguimiento financiero constante y preciso con reportes mensuales y trimestrales. Ajustes en las desviaciones identificadas. |
| Riesgo de desempeño | La intervención no logra los resultados esperados, reduciendo el retorno o generando pérdidas al inversionista | Planeación rigurosa del programa, selección de operadores con experiencia y conocimiento técnico especializado, evaluación continua de logro de resultados, creación de comités de gobierno y seguimiento, análisis de causa y efecto. |
| Riesgo fiduciario | Uso indebido de los recursos | Fideicomiso administrado por tercero independiente. |
| Riesgo de pago público | Incumplimientos o retrasos en los desembolsos del pagador | Asegurar flujo de caja para cubrir retrasos en pagos, firma de acuerdo con el gobierno como garantía de pago con asignación presupuestal pública. |

El intermediario debe desarrollar una matriz de riesgos con un enfoque cualitativo y herramientas de medición cuantitativa que llegue hasta la estimación del impacto financiero. La siguiente estructura muestra una guía de matriz:

Tabla 4. Guía de matriz de riesgos

| Riesgo | Probabilidad | Impacto | Calificación del riesgo | Estrategia de mitigación |
|--|------------------------|---------------------------|--------------------------------|--|
| <i>Descripción del riesgo identificado</i> | <i>Alta/media/baja</i> | <i>Alto/moderado/Bajo</i> | <i>Crítico/Alto/Medio/Bajo</i> | <i>Detalle de actividades para mitigar el riesgo</i> |

En coherencia con lo señalado por el estudio de la Universidad EAFIT (2020), las recomendaciones aquí propuestas se apoyan en la evidencia empírica obtenida a partir del análisis de las experiencias nacionales de implementación de Bonos de Impacto Social, donde se identificó que la presencia de un intermediario robusto resulta determinante para el éxito del modelo:

1. Realizar un análisis de riesgos completo es esencial desde la fase inicial de estructuración del bono de impacto social, no es necesario esperar la firma de los contratos, ya que de la identificación de riesgos se pueden incluir cláusulas contractuales que ayuden a mitigarlos.
2. Alinear los incentivos con los riesgos identificados, evaluando la participación de cada actor en estos.
3. Documentar todo el análisis de riesgos que se realice y el seguimiento a los riesgos asociados en materia financiera.
4. Crear comités o grupos focales de seguimiento sobre los resultados de la ejecución y las proyecciones financieras.

12.1.4 Tratamiento contable

Las indicaciones sobre el tratamiento contable están fundamentadas en el marco normativo contable que rige en Colombia, cuya referencia principal son las normas internacionales de información financiera (NIIF), aplicables a las empresas privadas.

Desde la visual del intermediario, los registros contables están condicionados a los términos contractuales que se hayan incluido en el acuerdo de la alianza y otros documentos legales que respaldan el programa. Es preciso diferenciar las transacciones que se incluirá en la contabilidad del intermediario, como aquellos que se incluirán en los libros del operador, del inversionista y del pagador.

Como se ha indicado, la función principal del intermediador es orquestar el bono de impacto social y articular a todas las partes que participan en este. Los efectos contables de esta articulación se deben analizar desde diferentes aristas: a. Administración de los recursos recibidos de inversionistas a través de cuentas propias o de vehículos de inversión; b. Pago por

la labor de intermediación o fee administrativo que recibe el intermediario por su gestión; c. Ejecución de los gastos del programa de intervención social, cumpliendo con los compromisos propios del acuerdo o alianza entre las partes.

a. Como se ha indicado, la guía para realizar un tratamiento contable adecuado del bono se encuentra en los acuerdos contractuales realizados, dentro de los que se debe incluir el vehículo financiero para administrar los recursos de la ejecución del programa, tanto las entradas como las salidas. En este sentido, se pueden presentar dos opciones, la primera y más recomendable es administrar los recursos a través de una fiducia o vehículo financiero similar, de esta forma se genera trazabilidad y transparencia; la otra opción es realizar esta administración desde cuentas propias del intermediario, para lo cual, existirá un tratamiento contable distinto. En ambas opciones, es importante establecer un contrato de mandato sin representación, que habilite al intermediario para ejecutar pagos y administrar recursos, en nombre de los participantes de la alianza.

Un contrato de mandato sin representación, indica que el mandatario que en este caso es el intermediario, actúa por cuenta del mandante, pero en su propio nombre. Esto quiere decir que el intermediario está habilitado para ejecutar todo el programa estipulado en el bono de impacto social, por cuenta de las partes que hacen parte de este, pero de forma autónoma. Esto incluye, entre otras, las siguientes actividades: recaudar recursos de los inversionistas, realizar los pagos a los operadores, contratar consultorías o asesorías profesionales, pagar los impuestos, recaudar los pagos por resultados y ordenar los reembolsos a los inversionistas con las ganancias obtenidas.

Cuando se contrata una fiducia para realizar la administración de los recursos, este vehículo financiero será el encargado de realizar los registros contables de los hechos económicos del bono de impacto social dentro de su propia contabilidad. En el contrato

fiduciario se debe indicar quiénes son los fideicomitentes de la fiducia, que podrá ser el intermediario como parte de las labores que le fueron encomendadas por el contrato de mandato. Cada fideicomitente deberá incluir en su contabilidad, como un activo financiero, el valor neto de la fiducia según extracto, de acuerdo con su porcentaje de participación en la fiducia; de acuerdo con los principios de la NIIF 9 Instrumentos financieros y en cumplimiento del principio de transparencia fiscal que dicta el estatuto tributario colombiano (artículo 102-1 E.T.).

En los casos en que los recursos sean administrados directamente en cuentas del intermediario, este registrará en su contabilidad un activo financiero de carácter restringido con los recursos recibidos de los inversionistas. Puede ser en cuentas bancarias de ahorros o corrientes que tendrán una destinación específica.

b. Los pagos que se hayan pactado en el contrato o convenio como retribución por la labor de gestión del intermediario, se registrarán en su contabilidad como ingresos, sólo en la medida en que se configure el derecho a recibirlos. Si están atados al cumplimiento de resultados, sólo se registrarán como ingresos cuando estos se obtengan. Si el pago por intermediación se realizará periódicamente sin estar vinculado a la obtención de resultados, se registrarán en el ingreso al cabo de cada período (mensual o trimestral). Si el pago sólo se obtendrá al completar el programa de intervención, en ese momento se podrán registrar como ingresos, en cumplimiento de los principios establecidos en la NIIF 15 Ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes.

c. La ejecución de los gastos del programa de intervención social, en el marco del bono de impacto social, se registrarán dentro de la contabilidad del vehículo financiero elegido para realizar la administración de los recursos, como se referenció en el inciso a. Sólo en el evento en que estas ejecuciones se realicen desde cuentas propias del intermediario, se registrarán en su

contabilidad como un pasivo, al ser resultado de una operación en virtud de un contrato de mandato, que son por cuenta de terceros; no se registrarán como gastos operativos propios del intermediario.

12.2 Capítulo 2. Rol del inversionista

El inversionista en un BIS no sólo aporta capital, asumiendo un riesgo financiero y con la expectativa de una rentabilidad condicionada al cumplimiento de metas sociales; este rol exige un entendimiento más amplio de su papel desde el análisis financiero hasta la conexión con el impacto social esperado. Este tipo de inversión se enfoca en resolver problemas sociales específicos, lo que otorga al inversionista un doble rol, como financiador y como promotor del cambio social, por lo que se recomienda que se ocupe de conocer en detalle la problemática social que será abordada desde el bono de impacto social, obteniendo el criterio para evaluar la ejecución del proyecto y los resultados obtenidos.

De los bonos implementados en el mundo y en Colombia, se pueden observar que los inversionistas se convirtieron en aliados y asesores del programa de intervención social: fundaciones y entidades filantrópicas, fondos de inversión, ONG's, firmas de servicios financieros, firmas de inversión de impacto, individuos con grandes patrimonios (Brookings, 2020). Tener claridad sobre el tipo de inversionista y su modelo de negocio o motivaciones de inversión, definirá la evaluación del bono de impacto social desde su mirada, el nivel de riesgo aceptable y el tratamiento contable al que haya lugar respecto a la inversión realizada.

Los cuatros bonos de impacto social implementados en Colombia, tuvieron los siguientes inversionistas:

Tabla 5. Inversionistas de BIS en Colombia

| Bono de impacto social | Inversionistas |
|------------------------|------------------|
| | Fundación Corona |

| | |
|--------------------------------------|---------------------------------|
| BIS I "Empleando futuro" | Fundación Bolívar Davivienda |
| | Fundación Santo Domingo |
| | Fundación WWB |
| BIS II "Cali progresa con empleo" | Fundación PLAN |
| | Fundación Corona |
| | Fundación Bolívar Davivienda |
| | Fundación Santo Domingo |
| | Corporación Mundial de la Mujer |
| BIS III "CREO Comfama" | Fundación Bancolombia |
| | Fundación Fraternidad Medellín |
| | Fundación JuanFe |
| | Comfama |
| | Fundación Sofía Pérez de Soto |
| BIS IV "CREO Inversor" | Corporación Inversor |
| | Fundación Nutresa |
| | Fundación Promigas |
| | Fundación Bolívar Davivienda |
| | Fundación PLAN |
| | Corporación Mundial de la Mujer |

Fuente: construcción propia con información obtenida de SIBs.CO

12.2.1 Análisis de rentabilidad

Un aspecto clave para analizar es la evaluación de la rentabilidad. Entendida como el retorno que recibirá al completar el programa de intervención social por el capital aportado para ejecutarlo. En este análisis existen tres variables esenciales a ser consideradas: valor de la inversión, fechas de desembolso, tiempo y valor en que se recibe el retorno. De las experiencias conocidas en Colombia, uno de los aprendizajes obtenidos es que no todo el capital que el inversionista va a aportar se requiere en el momento inicial, por lo que se implementó la estrategia de llamados de capital, que puede ser atractivo para inversionistas que no estén en capacidad de entregar el valor total de su inversión en un solo momento.

La base fundamental para realizar este análisis es el flujo de caja proyectado, que deberá construirse con el mejor estimado posible de fechas de entrega de capital y los momentos de recepción del retorno. En aquellos casos en los que los recursos entregados por los inversionistas

al BIS provengan de financiación obtenida por el inversionista, deberán incluirse en la evaluación de la rentabilidad los gastos financieros (servicio a la deuda) que se generen en la transacción.

Una forma simple de evaluar la rentabilidad es a través del cálculo de la tasa interna de retorno (TIR), que requiere la proyección del flujo de caja detallado y mensualizado para llegar a un valor con mayor precisión, así:

Tabla 6. Construcción un flujo de caja

| Flujo de caja | Meses | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|---------|-------|---|-------|-------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Ingresos por retorno | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 350 | - | 350 |
| Salidas entrega capital | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Salidas gastos asociados | 400 | - | 150 | - | - | 100 | - | - | - | - | - | - |
| Flujo neto | -\$ 401 | -\$ 1 | -\$ 151 | -\$ 1 | -\$ 1 | -\$ 101 | -\$ 1 | -\$ 1 | -\$ 1 | \$ 349 | -\$ 1 | \$ 349 |
| TIR mensual | 0,6% | | Fórmula TIR (C7;N7) | | | | | | | | | |
| TIR Anual | 8,0% | | Conversión de tasas: mensual a anual $(1+tasa\ mensual)^{12-1}$ | | | | | | | | | |

Para conocer la rentabilidad en términos reales, se debe deflactar con la inflación conocida oficialmente, usando la fórmula ya conocida:

$$Rentabilidad\ real = \frac{1 + Rentabilidad\ nominal}{1 + inflación} - 1$$

Es preciso mencionar que en los BIS implementados en Colombia, se estableció un techo para la rentabilidad obtenida por los inversionistas, esto dependerá del acuerdo realizado entre los aliados del bono de impacto social. En aquellos casos en que el resultado del BIS esté por encima de la rentabilidad acordada, los aliados podrán definir cómo distribuir este exceso de ganancias entre las partes (Taller SIBs.CO, 2020).

12.2.2. Análisis de riesgos

El riesgo es otro aspecto clave del papel del inversionista. Dado que los pagos están condicionados a los resultados obtenidos, el inversionista asume el riesgo de no cumplimiento de las metas definidas y, por lo tanto, es posible que no recupere su inversión. Este riesgo se evalúa

y gestiona a través de la medición estricta de los resultados, lo que implica que el inversionista debe estar involucrado en el seguimiento y la supervisión del proyecto, a través de reportes y encuentros periódicos con el intermediario, para mantenerse enterado de los avances del programa.

La identificación de los riesgos financieros es esencial en el rol de los inversionistas, tanto a la hora de tomar la decisión de invertir, así como parte de la evaluación del instrumento durante su ejecución. Los siguientes son los riesgos principales que deben ser considerados:

Tabla 7. Matriz de riesgo inversionista

| Categoría riesgo | Descripción | Estrategia de mitigación |
|-----------------------------------|--|---|
| Riesgo de liquidez | Demoras en el pago del retorno de capital más allá de los tiempos acordados | Modelar diferentes escenarios de pagos de los retornos esperados, con enfoque conservador, moderado y optimista, para explorar las alternativas de cubrimiento. |
| Riesgo de pérdida de la inversión | No se lo gran los resultados esperados, afectando el pago por resultados y, por lo tanto, el retorno | Participar en la planeación rigurosa del programa, selección de operadores con experiencia y conocimiento técnico especializado. Evaluación continua de logro de resultados. Participación en comités de gobierno y seguimiento. |
| Riesgo de crédito | No poder cumplir con compromisos adquiridos a través de financiación para realizar los aportes de capital | Negociar financiación de acuerdo con los escenarios financieros simulados por el intermediario, procurando un escenario conservador. Establecer línea de crédito contingente. |
| Riesgo reputacional | Vincularse a un proyecto fallido que afecte la imagen de la empresa y de sus indicadores de inversión social | Realizar una debida diligencia reputacional previa sobre el operador y la intervención. Solicitar reportes periódicos de avance del programa. Participar activamente en el comité de gobernanza para monitorear riesgos éticos, sociales y de comunicación. |
| Riesgo de pago público | Incumplimientos o retrasos en los desembolsos del pagador | Asegurar flujo de caja para cubrir retrasos en pagos, firma de acuerdo con el gobierno como garantía de pago con asignación presupuestal pública. |

Fuente: construcción propia

Los inversionistas podrán construir una matriz propia de riesgos o realizar seguimiento sobre la matriz construida por el intermediario. Se recomienda realizar una matriz propia, ya que cada inversionista tendrá una exposición y apetito al riesgo diferente de acuerdo con su capacidad.

12.2.3 Tratamiento contable

No existe una única forma de registrar en la contabilidad del inversionista el aporte de capital realizado a un Bono de Impacto Social (BIS). Este tratamiento contable depende del tipo de empresa, de la fuente de los recursos, de la motivación de la inversión, del tamaño de la organización y, especialmente, de sus políticas contables. Tal como lo señala el estudio de la Universidad EAFIT (2020), en las experiencias nacionales de implementación de BIS no se identificó una práctica contable uniforme entre los inversionistas participantes, lo que evidencia la necesidad de desarrollar lineamientos que orienten su reconocimiento y presentación en los estados financieros.

A partir de dicha referencia y de nuestro propio análisis, se proponen dos alternativas de tratamiento contable observadas y analizadas en el contexto colombiano. La primera opción es registrar el valor invertido como un activo financiero, corriente o no corriente, de acuerdo con el plazo de la inversión, por el valor aportado al BIS, medido a valor razonable con cambios en resultados, ya que no hay certeza sobre la periodicidad de los pagos y el valor del retorno. En el momento en que se reciban las ganancias, el valor del capital recuperado se registrará como una entrada en el banco y un menor valor del activo financiero registrado inicialmente y los intereses se registrarán como un ingreso financiero del período en el que se reciban. En los casos en que el valor invertido no se recupere total o parcialmente, es decir, se presente una pérdida, el inversionista registrará el valor no recuperado como una disminución en el activo financiero y un gasto por pérdida en valoración de activos financieros o gasto donación si así lo eligiera (gasto donación en el caso de fundaciones o entidades sin ánimo de lucro, o empresas que así lo definan).

La segunda opción es registrar el valor aportado directamente como un gasto del período en el que se realizan los pagos, cuando no se tiene expectativa de retorno o este concepto hace parte de una categoría presupuestal para contribución a causas filantrópicas dentro del gasto proyectado de la organización. Algunas empresas eligen esta opción cuando el monto del aporte no es significativo y/o por no encontrarse dentro de su modelo de negocio de inversiones.

Con esta opción, en el momento en que se reciban los retornos generados por el bono de impacto social, estos deberán ser registrados como una devolución del gasto si se encuentra dentro del mismo período contable o como un ingreso por recuperación de gastos si el retorno se recibió en un período posterior.

En cualquiera de las dos opciones, el inversionista deberá revelar en notas a los estados financieros, el detalle de la inversión realizada y el impacto social que se espera generar con la implementación del bono de impacto social. Esta información no sólo permitirá explicar el uso de los recursos que realiza la empresa, también dará a conocer este tipo de instrumentos financieros con impacto social para servir como referente a otras organizaciones interesadas en participar en estas iniciativas.

12.3 Capítulo 3. Rol del operador

El operador es el encargado de ejecutar la intervención social que genera el impacto y que dará lugar al logro de los resultados que serán pagados por el gobierno, de acuerdo con la intervención mínima establecida en el diseño técnico inicial que, está enmarcada en los intereses establecidas por el pagador frente a los resultados esperados. Dimensionar detalladamente las tareas y los recursos requeridos para ejecutarlas, será la clave para construir un asertivo presupuesto del costeo de los servicios. Los costos del operador son los de mayor relevancia

dentro de la estructuración de un bono de impacto social, por lo que, las desviaciones significativas, pueden comprometer el resultado financiero del programa y su credibilidad.

Como se ha explicado, los bonos de impacto social son un tipo de instrumento en el que el riesgo del logro de resultados es transferido al sector privado, principalmente, a los inversionistas; sin embargo, podrán presentarse casos en los que los operadores, asuman una parte de ese riesgo, de acuerdo con lo que se establezca contractualmente. En la mayoría de los casos estudiados, el operador recibe el pago por la prestación de sus servicios, en algunos BIS, estos han asumido una parte del riesgo, al recibir una parte del pago por la prestación de servicios condicionado al cumplimiento de metas y/o han recibido incentivos adicionales por el logro de los resultados.

Este capítulo pretende entregar una guía para orientar el costeo de los servicios que será cobrados por la ejecución del programa de intervención y la proyección del flujo de caja que determinará las necesidades de capital de trabajo.

12.3.1 Costeo de actividades y servicios

La base esencial para realizar un costeo adecuado de los servicios en un Bono de Impacto Social (BIS) es contar con un dimensionamiento preciso, al máximo nivel de detalle, de todas las actividades que serán ejecutadas en cada etapa del programa de intervención social. Por lo general, los servicios requeridos para la implementación de un BIS son diseñados a la medida; aunque el operador disponga de conocimiento técnico y experiencia en la temática abordada, las actividades deben estructurarse en función del cumplimiento de los objetivos definidos y del esquema de pago por resultados. En este sentido, el costeo debe contemplar no solo las actividades mínimas indispensables para garantizar la ejecución del programa, sino también prever espacios de flexibilidad que permitan la innovación en la búsqueda de estrategias más

eficientes y efectivas para alcanzar los resultados esperados, siempre dentro de los lineamientos y la ruta técnica establecida por el pagador y el diseño del programa (Universidad EAFIT, 2020; BID Lab, 2021).

El resultado de este proceso constituye un insumo clave para que el intermediario pueda determinar el precio unitario de la intervención, considerando el número estimado de beneficiarios y los recursos necesarios para su ejecución. Este precio sirve como herramienta de negociación con los co-pagadores o entidades gubernamentales involucradas, garantizando la transparencia y sostenibilidad financiera del instrumento. A partir de este punto, el BIS debe identificar su ruta de viabilidad financiera, equilibrando el cumplimiento de los resultados sociales con la eficiencia económica y la capacidad de adaptación del modelo a las condiciones reales de implementación (Universidad EAFIT, 2020).

Los costos que deben ser estructurados por el operador se pueden dividir en tres categorías principales: operativos, administrativos y legales/tributarios. Con la experiencia observada en los BIS implementados en Colombia, se destacó la importancia de visibilizar los gastos tributarios que son generados por la prestación del servicio, debido a que tienden a ser componentes que no se contemplan en el dimensionamiento inicial de costos y pueden generar desviaciones relevantes en el valor. Al ser un prestador de servicios, el operador debe cumplir con todas las responsabilidades impositivas de acuerdo con su condición tributaria y las características de estos servicios.

Con el propósito de proporcionar una guía que sea de utilidad para la construcción del costo de los servicios, se relaciona una lista de chequeo de tareas que deben desarrollarse para llegar al costeo de servicios y un archivo anexo con un mapeo de conceptos principales, como ejemplo, de lo que debe ser tenido en cuenta en esta estructuración, que siempre dependerá del

programa de intervención social que se esté costear, cada tipo de servicio tiene características particulares que deben ser contempladas en el modelo:

1. Definir un cronograma detallado con las fases que deben completarse para implementar el proyecto de principio a fin, algunas de ellas son: alistamiento y preparación, implementación, seguimiento, medición y cierre.
2. Listar las actividades requeridas, en máximo nivel de detalle, por cada fase del proyecto. Ejemplo: fase alistamiento y preparación, actividad diseño de convocatoria.
3. Detallar los costos necesarios para ejecutar cada actividad, ejemplo: materiales, piezas publicitarias, honorarios por diseño.
4. Definir el método de costeo de cada concepto, ejemplo: costo hora persona, salario mensual, honorarios, precio de compra.
5. Establecer la cantidad o unidad de medida para llegar al costo total por el proyecto, ejemplo: precio de compra por cantidad, costo hora persona por tiempo contratado, honorarios por piezas diseñadas.
6. Determinar la periodicidad del costo, ejemplo: mensual, una sola vez, al completar la labor.
7. Definir el paquete de reportes y evidencias que serán entregadas para verificar el cumplimiento de los objetivos y los costos incurridos.

Al momento de calcular el costo por concepto es necesario incluir los impuestos a que haya lugar, si son servicios con IVA, con impuesto al consumo, entre otros. Cada fase del proyecto debe contemplar un concepto de imprevistos o podrá incluirse de forma global para todo el proyecto, con el propósito de cubrir costos que no pudieron ser determinados en la

estructuración inicial. El porcentaje que debe ser asociado a los imprevistos no es fijo, dependerá del grado de incertidumbre en proyectos similares.

La cantidad de población para ser atendida en la intervención social es un elemento clave a la hora de determinar el costo total del proyecto y el costo unitario como medida de definición de precio, especialmente cuando se trate de gastos que son variables y aumenten en función de la cantidad de personas a intervenir. Finalmente, como el core del negocio del operador es prestar estos servicios, el valor a cobrar al intermediario debe incluir la utilidad para el operador.

12.3.2 Proyección de flujo de caja

La construcción de un flujo de caja detallada y mensualizado, es esencial para determinar el capital de trabajo requerido para ejecutar el proyecto de intervención social, encaminado al logro de los objetivos definidos.

Una vez dimensionadas las actividades por cada fase, los elementos del costo y la periodicidad de pago, se debe construir un cronograma con las salidas de dinero de cada mes de ejecución con el fin de establecer las necesidades de entradas de recursos para cubrir los compromisos y garantizar la ejecución del proyecto. En los bonos de impacto social, los inversionistas aportan el capital necesario para ejecutar el programa en el tiempo que aún no se obtienen los pagos por resultados, por esta razón es indispensable conocer esas necesidades de recursos en cada momento del proyecto. El encargado de realizar estos pagos al operador es el intermediario.

12.3.3 Análisis de riesgos

En los bonos de impacto social, el riesgo de no lograr los resultados generalmente es asumido por los inversionistas, quienes podrán no recibir rentabilidad por el capital invertido e incluso llegar a no los aportes realizar; sin embargo, en algunos BIS una parte del riesgo es

transferida al operador, condicionando el pago al logro de los resultados establecidos en la intervención social.

El análisis de riesgos para los operadores deberá entonces estar orientado en tres vías, riesgo de liquidez, riesgo reputacional por el no logro de los resultados, riesgo de no recibir el pago que está condicionado a estos resultados:

Tabla 8. Matriz de riesgos operador

| Categoría riesgo | Descripción | Estrategia de mitigación |
|---------------------|--|--|
| Riesgo de liquidez | Demoras en el pago de los servicios prestados por parte del intermediario o no recibir pago condicionado al logro de los resultados. | Establecer acuerdo de pagos con el intermediario para cubrir los costos que son requeridos en cada momento del proyecto. Realizar una planeación estricta del programa, seguimiento continuo y detallada, implementar ajustes oportunamente hacia el logro de los objetivos. Negociar tarifa de servicio que permita cubrir los costos en caso de no lograr la tasa de éxito. |
| Riesgo reputacional | Perder credibilidad por no logro de los resultados establecidos. | Preparar reportes periódicos de avance del programa. Participar activamente en el comité de gobernanza para monitorear riesgos éticos, sociales y de comunicación. Comunicar oportunamente situaciones que puedan comprometer el logro de los resultados y las soluciones implementadas. |
| Riesgo operativo | Ineficiencias operativas que generen sobrecostos en el desarrollo del programa que no logren ser cubiertos con los pagos recibidos. | Realizar una planeación detallada y mapeo preciso de actividad y costos asociados. Realizar seguimiento continuo a la ejecución. |

Fuente: construcción propia

12.3.4 Tratamiento contable

La prestación de servicios realizados por el operador será contabilizada de acuerdo con sus políticas contables y en la misma forma como los servicios que se presentan por fuera del bono de impacto social, registrando los ingresos de acuerdo con la NIIF 15 y los costos y gastos en los momentos en que se incurren en ellos.

Sin embargo, un elemento que puede ser diferenciador en los BIS es cuando los pagos están condicionados al cumplimiento de los resultados, en cuyo caso, si el dinero se recibe antes

de la verificación de los resultados, estos se registrarán en la contabilidad del operador como un ingreso recibido por anticipado hasta que se puedan verificar las metas cumplidas. En el caso en que no se haya realizado la transferencia de recursos, el operador podrá registrar una cuenta por cobrar si los resultados fueron obtenidos y están en proceso de verificación.

13. Conclusiones y recomendaciones

La experiencia de los Bonos de Impacto Social (BIS) implementados en Colombia demuestra que el modelo financiero constituye la verdadera ruta de navegación hacia el logro de los resultados pactados. Es a través de este que se define la viabilidad del instrumento y se trazan los caminos más efectivos para alcanzar los impactos sociales esperados. Los pilotos colombianos evidencian que un diseño financiero sólido permite anticipar riesgos, generar confianza entre los actores y establecer mecanismos de ajuste que aseguren el cumplimiento de las metas. De igual manera, muestran que la estructuración técnica y financiera debe incorporar flexibilidad operativa que permita innovar en la ejecución sin perder coherencia con la ruta definida por el pagador y el diseño técnico.

Los BIS, aunque recientes y de limitada trayectoria internacional, se han consolidado como instrumentos de innovación financiera con alto potencial para articular los sectores público, privado y social. Este trabajo contribuye al campo de la sostenibilidad al evidenciar que dichos instrumentos pueden convertirse en mecanismos efectivos para canalizar inversión privada hacia objetivos de desarrollo sostenible (ODS), particularmente en lo relacionado con la reducción de la pobreza, la generación de empleo digno y el fortalecimiento institucional. La sostenibilidad se aborda aquí en su triple dimensión, económica, social y de gobernanza, al analizar la manera en que los BIS promueven el uso eficiente de los recursos, incentivan la corresponsabilidad entre los actores y fomentan la rendición de cuentas basada en resultados verificables.

La observación nos confirma que la heterogeneidad de los participantes, pagadores, inversionistas, intermediarios, operadores y verificadores, exige marcos contractuales claros y adaptativos que reconozcan las diferencias de capacidades, expectativas y motivaciones. La

existencia del intermediario resulta fundamental para la sostenibilidad del instrumento, al garantizar la coordinación, la trazabilidad de los flujos financieros y la gestión del desempeño de los operadores. Desde la perspectiva contable, se identificó la ausencia de un marco uniforme de registro para las transacciones derivadas de los BIS, especialmente respecto al tratamiento de las inversiones privadas. Este vacío representa una oportunidad para avanzar en la definición de lineamientos contables estandarizados, que brinden mayor certeza jurídica y financiera a los actores participantes.

Asimismo, la experiencia colombiana resalta que una estructura de costos clara, detallada y transparente facilita la operación del instrumento y lo hace más atractivo para los financiadores potenciales. La simplicidad y trazabilidad en la gestión de costos reducen la percepción de riesgo y aumentan la legitimidad del mecanismo frente al sector público. En este sentido, se recomienda fortalecer las capacidades nacionales en estructuración financiera, contable y jurídica, promoviendo la creación de equipos técnicos interdisciplinarios capaces de diseñar y ejecutar futuros BIS de manera sostenible.

En resumen, este trabajo aporta al campo de la sostenibilidad al ofrecer una guía metodológica y analítica para la estructuración financiera y contable de los BIS desde la perspectiva privada, integrando principios de eficiencia económica, equidad social y transparencia institucional. Estas contribuciones pueden servir de base para replicar y escalar los BIS en Colombia y en otros contextos latinoamericanos, consolidándolos como instrumentos innovadores que promueven la inversión con propósito y la sostenibilidad del desarrollo social.

El desafío futuro consiste en traducir los aprendizajes obtenidos en los proyectos piloto de Bonos de Impacto Social en Colombia en lineamientos técnicos y capacidades institucionales permanentes, que permitan consolidar estos instrumentos como una herramienta sistemática

dentro de las políticas públicas orientadas al desarrollo social. La evolución del modelo hacia una fase de madurez requerirá pasar de experiencias aisladas a esquemas replicables y sostenibles, apoyados en marcos normativos claros y mecanismos financieros estandarizados. Para el sector privado, este proceso representa una oportunidad estratégica de participación en la generación de valor social, mediante inversiones que no solo buscan un retorno financiero, sino que también contribuyen a la construcción de soluciones innovadoras, eficientes y sostenibles frente a los principales desafíos del país. En ese sentido, los BIS se perfilan como una plataforma de convergencia entre el desarrollo económico y el impacto social, en la que la colaboración público-privada se convierte en motor de sostenibilidad y de fortalecimiento institucional (BID Lab, 2021; Universidad EAFIT, 2020).

14. Contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

La agenda 2030 de las Naciones Unidas propone 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), estableciendo 169 metas específicas como marco de acción global. Este trabajo de grado, al proponer un modelo de estructuración financiera y contable para la implementación de Bonos de Impacto Social (BIS) en Colombia, contribuye directamente al fortalecimiento de mecanismos de financiación innovadora que movilizan recursos desde el capital privado hacia el abordaje de soluciones a problemáticas sociales, con la colaboración de múltiples actores. Esta iniciativa se vincula con el ODS 17 Alianza para lograr los objetivos, realizando una propuesta metodológica como herramienta clave para fortalecer estas alianzas, dotándolas de criterios de transparencia, sostenibilidad y escalabilidad.

Este objetivo de desarrollo sostenible que, buscar fortalecer las herramientas de implementación y la alianza mundial para el desarrollo sostenible, reconociendo que la agenda 2030 sólo es alcanzable si se logra una movilización efectiva de recursos financieros, tecnológicos y humanos, en un entorno de cooperación en los sectores público, privados y la sociedad en general, establece una serie de metas con enfoque financiero, dentro de las que se encuentran las metas 17.3 Movilizar recursos financieros adicionales de múltiples fuentes para los países en desarrollo y 17.17 Fomenta y promover alianzas eficaces en las esferas pública, pública-privada y de la sociedad civil.

Este trabajo contribuye a la meta 17.3 al diseñar una guía que facilita la implementación de un modelo financiero replicable que habilita la movilización de capital privado hacia proyectos de impacto social. En un contexto como el colombiano, donde los recursos públicos no logran dar cubrimiento a todas las demandas sociales, los Bonos de Impacto Social ofrecen una

alternativa para articular fondos de cooperación internacional, fondos de inversión, empresas privadas con y sin ánimo de lucro hacia objetivos de desarrollo sostenible.

En este mismo sentido, el modelo de estructuración financiera y contable propuesta en este trabajo facilita las sinergias entre el sector público, privado y de la sociedad civil que se plantea en la meta 17.17, al establecer una estandarización de procesos, una guía para asegurar la trazabilidad de los recursos y reducir las asimetrías de información que suelen debilitar o limitar las alianzas.

15. Biografía de las autoras y Directora del trabajo

Paola Andrea Ortiz Escudero es Contadora Pública, Especialista en Gerencia Estratégica de Costos y Especialista en Finanzas, con estudios de Maestría en Administración Financiera y Magíster en Desarrollo Directivo y Liderazgo de la Universidad de Barcelona, aspirante a título de Maestría en Sostenibilidad en la Universidad EAFIT. Con estudios en liderazgo para la innovación en el MIT Massachusetts Institute of Technology, Programa Integral de Dirección en la Universidad de la Sabana, Entrenamiento de Liderazgo con mentalidad exponencial de Singularity University, Estudios del comportamiento, entre otros. Ha participado en eventos internacionales en la Universidad de Harvard, Camscat Asociación de Centros de servicios compartidos en Costa Rica. Docente universitaria por más de 10 años. Actualmente se desempeña como Responsable Financiera en Comfama. <https://www.linkedin.com/in/paola-andrea-ortiz-escudero-24630980>. Correo electrónico: portiz12@gmail.com

Lina Luz Berrio Velasquez es Contadora Pública, especialista en Impuestos y estudiante de la Maestría en Sostenibilidad de la Universidad EAFIT, con más de nueve años de experiencia en el ámbito contable, tributario y financiero. Actualmente se desempeña como Profesional Contabilidad en Comfama, donde realiza procesos de revisión y cumplimiento tributario, asegurando el manejo eficiente y oportuno de las obligaciones fiscales a nivel nacional y territorial. <https://www.linkedin.com/in/lina-luz-berrio-velasquez-21bb67166>. Correo electrónico: linaberriov1@gmail.com

16. Agradecimientos

Las autoras de este trabajo agradecen el acompañamiento de María Paulina Gómez Gómez como asesora del trabajo de grado, por disponer su conocimiento y experiencia al servicio de esta construcción académica. Agradecimientos por el tiempo y la generosidad de las personas que, a través de las entrevistas y conversaciones, nos permitieron conocer su experiencia y aprendizajes como actores de los Bonos de Impacto Social en Colombia y aquellas que han realizado estudios sobre estos instrumentos de innovación financiera: Ana María Giraldo Saldarriaga, María Isabel Palomino Ángel, Ingrid Parra, Cristina Vélez Valencia, Judith Vergara Garavito, María Alejandra González Pérez, Laura Álvarez.

17. Referencias bibliográficas

- Álvarez, Y., Ardila, C., Licháa, N., & Hoyos, O. (2024). A deep dive into the trajectory and transformation of fintech in Colombia through the case of ptm Colombia – a secondary publication. *Proceedings of Business and Economic Studies*, 7(2), 234-244. <https://doi.org/10.26689/pbes.v7i2.6834>
- Andersen, M. M., Dilling-Hansen, R., & Hansen, A. V. (2022). Expanding the concept of social impact bonds. *Journal of Social Entrepreneurship*, 13(3), 390-407. <https://doi.org/10.1080/19420676.2020.1806100>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2021). *Social impact bonds in Latin America: Lessons from Colombia*. BID Lab.
- Barajas, A., Barajas, L., Burt, K., Harper Jr., T., Johnson, P., Larsen, E., Licon, J., Nije, C. O., Parker, W., Reid, K., Sturtevant, L., Tokunaga, M., Vien, Q., & Yeh, C. (2014). *Social impact bonds: A new tool for social financing*. PPIA Program, Princeton University.
- Barder, O. (2014). *Outcome-based financing in development*. Center for Global Development.
- Berndt, C., & Wirth, M. (2018). Market, metrics, morals: The social impact bond as an emerging social policy instrument. *Geoforum*, 90, 27-35. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.01.019>
- Brookings Institution. (2020). *Impact bonds in developing countries: Early learnings from the field*. Brookings.
- Bromberg, D. (2022). The future of financial tools: Will social impact bonds yield results? In *The Routledge handbook of policy tools*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003163954-51>

- Chiappini, H., Marinelli, N., Jalal, R. N.-U.-D., & Birindelli, G. (2023). Past, present and future of impact investing and closely related financial vehicles: A literature review. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(7), 232-257. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2022-0471>
- Child, C., Gibbs, B. G., & Rowley, K. J. (2016). Paying for success: An appraisal of social impact bonds. *Global Economics and Management Review*, 21(1-2), 36-45. <https://doi.org/10.1016/j.gemrev.2016.12.001>
- Chowdhry, B., Davies, S. W., & Waters, B. (2019). Investing for impact. *Review of Financial Studies*, 32(3), 851-904. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy068>
- Cipoletta Tomassian, G., Villarreal, F. G., & Abdo, T. (2023). *Bonos de impacto: Coordinación e innovación para el financiamiento de inversiones con resultados sociales*. CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams>
- Clifford, J., & Jung, T. (2016). Social impact bonds: Exploring and understanding an emerging funding approach. In *Routledge handbook of social and sustainable finance* (pp. 161-176). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315772578>
- Comfama. (2023). *Informe de resultados BIS CREO Comfama*. Caja de Compensación Familiar de Antioquia.
- Convergence. (2021). *The state of blended finance 2021*. Convergence Blended Finance.
- Cooper, C., Graham, C., & Himick, D. (2016). Social impact bonds: The securitization of the homeless. *Accounting, Organizations and Society*, 55, 63-82. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2016.10.003>

- De Pieri, B. (2021). Outcome-based contracts and social impact bonds: A critical analysis of the Italian experience. *Public Money & Management*, 41(4), 285-294. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1798180>
- Disley, E., Giacomantonio, C., Kruithof, K., & Sim, M. (2015). *The payment by results social impact bond pilot at HMP Peterborough: Final process evaluation report*. RAND Europe.
- Economy, C., Carter, E., & Airoidi, M. (2023). Have we 'stretched' social impact bonds too far? An empirical analysis of SIB design in practice. *International Public Management Journal*, 26(3), 413-436. <https://doi.org/10.1080/10967494.2022.2077867>
- Edmiston, D., & Nicholls, A. (2017). Social impact bonds: The role of private capital in outcome-based commissioning. *Journal of Social Policy*, 47(1), 57-76. <https://doi.org/10.1017/s0047279417000125>
- Fischer, R. L., & García-Cobián Richter, F. (2017). The evolution of social impact bond evaluation. *Stanford Social Innovation Review*, 15(2), 44-49.
- Fraser, A., Tan, S., Boaz, A., & Mays, N. (2020). Backing what works? Social impact bonds and evidence-informed policy and practice. *Public Money and Management*, 40(3), 195-204. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1714303>
- Fundación Corona. (2020). *Empleando futuro: Primer bono de impacto social en Colombia*. Fundación Corona.
- Global Impact Investing Network. (2022). *Annual impact investor survey 2022*. GIIN.
- Green bonds: A financial tool for sustainable development and investment using EDAS method. (2024). *JDAAI*, 3(3), 1-8. <https://doi.org/10.46632/jdaai/3/4/1>
- Gustafsson-Wright, E., Boggild-Jones, I., Segell, D., & Durland, J. (2019). *Impact bonds in developing countries: Early learnings from the field*. Brookings Institution.

- Guter-Sandu, A. (2021). The governance of social risks: Nurturing social solidarity through social impact bonds? *New Political Economy*, 26(6), 1062-1077. <https://doi.org/10.1080/13563467.2021.1899151>
- Herrera, P. (2015). Bonos de impacto social: De la innovación social a la innovación financiera responsable. *Trilogía Ciencia Tecnología Sociedad*, 7(13), 63-73.
- Hevenstone, D., Fraser, A., Hobi, L., & Geuke, G. (2023). Why is impact measurement abandoned in practice? Evidence use in evaluation and contracting for five European social impact bonds. *Evaluation*, 29(1), 91-109. <https://doi.org/10.1177/13563890221136890>
- Hevenstone, D., Fraser, A., Hobi, L., Przepiorka, W., & Geuke, G. G. M. (2023). The impact of social impact bond financing. *Public Administration Review*, 83(4), 930-946. <https://doi.org/10.1111/puar.13631>
- Judijanto, L., Sudarmanto, E., Kalsum, U., & Iskandar, D. (2024). Recent developments in financial innovation research and sustainable accounting models bibliometric analysis approach. *The Es Accounting and Finance*, 2(02), 150-159. <https://doi.org/10.58812/esaf.v2i02.227>
- Lehner, O. M. (Ed.). (2016). *Routledge handbook of social and sustainable finance* (1st ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315772578>
- MÁS pagos por resultados. (2023). *Agenda de aprendizajes: Bonos de impacto social en Colombia*. MÁS pagos por resultados.
- Mazzuca, M., Panzera, E., & Ruberto, S. (2023). The investor's participation in social impact bonds. *International Review of Economics and Finance*, 86, 349-363. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.03.017>

- Muñoz, P., & Kimmitt, J. (2019). A diagnostic framework for social impact bonds in emerging economies. *Journal of Business Venturing Insights*, 12, e00141. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2019.e00141>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos & Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. (2016). *Making development co-operation more effective: 2016 progress report*. OECD Publishing.
- Pandey, S., Cordes, J. J., Pandey, S. K., & Winfrey, W. F. (2018). Use of social impact bonds to address social problems: Understanding contractual risks and transaction costs. *Nonprofit Management and Leadership*, 28(4), 511-528. <https://doi.org/10.1002/nml.21307>
- Paterson, A. S., Jackson, W. J., & Haslam, J. (2021). Critical reflections of accounting and social impact (Part I). *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102341. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2021.102341>
- Patetta, V., & Enciso-Santocildes, M. (2024). SIBs and the implications on the relationship between social enterprises and the public sector: A case study from the Netherlands. *International Journal of Public Sector Management*, 37(3), 421-437. <https://doi.org/10.1108/IJPSM-05-2023-0132>
- Paya, M., Octavia, K., Sharma, P., Niersbach, L., Olivares, E., & Harish, K. (2020). *Introducing social impact bonds in Colombia*. Columbia University School of International and Public Affairs y Fundación Corona. <https://sipa.columbia.edu/file/8019/download?token=JcOBP6BB>
- Riddell, R. C. (2007). *Does foreign aid really work?* Oxford University Press.
- Rizzello, A., & Kabli, A. (2020). Sustainable financial partnerships for the SDGs: The case of social impact bonds. *Sustainability*, 12(13), 5362. <https://doi.org/10.3390/su12135362>

- Sachs, J. D. (2005). *The end of poverty: Economic possibilities for our time*. Penguin Press.
- Sancho, B. C., Christopoulos, T. P., de Mello, R. E. S., & Matos, P. V. (2022). Social impact bonds as public policy: International panorama and contributions to implementation in Brazil. *Revista de Administração Pública*, 56(2), 309-323. <https://doi.org/10.1590/0034-761220210245x>
- Schinckus, C. (2017). Financial innovation as a potential force for a positive social change: The challenging future of social impact bonds. *Research in International Business and Finance*, 39, 727-736. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.004>
- Schinckus, C. (2018). The valuation of social impact bonds: An introductory perspective with the Peterborough SIB. *Research in International Business and Finance*, 45, 1-6. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- SIBs.CO. (2020). *Empleando futuro: Sistematización de la experiencia del primer bono de impacto social en Colombia*. SIBs.CO.
- SIBs.CO. (2022). *Guía metodológica para la implementación de bonos de impacto social*. SIBs.CO.
- Tan, S., Fraser, A., McHugh, N., & Warner, M. E. (2021). Widening perspectives on social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 24(1), 1-10. <https://doi.org/10.1080/17487870.2019.1568249>
- Todaro, M. P., & Smith, S. C. (2014). *Economic development* (12th ed.). Pearson.
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. (2014). *World investment report 2014: Investing in the SDGs: An action plan*. UNCTAD.
- Naciones Unidas. (2015). *Addis Ababa action agenda of the third international conference on financing for development*. United Nations.

- Vélez-Valencia, C., Herrera-Cano, C., Álvarez, P., Vergara Garavito, J., & González Pérez, M. A. (2023). *Inversionistas BIS en Colombia*. Banco Interamericano de Desarrollo. <http://www.iadb.org>
- Walker, T., Goubran, S., Karami, M., Dumont-Bergeron, A., Schwartz, T., & Vico, K. (2023). Mainstreaming social impact bonds: A critical analysis. *Finance Research Letters*, 53, 103546. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103546>
- Warner, M. (2013). Private finance for public goods: Social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16(4), 303-319. <https://doi.org/10.1080/17487870.2013.835727>
- Wilson, R., Fraser, A., Kimmitt, J., Tan, S., McHugh, N., Lowe, T., Warner, M., Baines, S., & Carter, E. (2020). Theme: Futures in social investment? Learning from the emerging policy and practice of social impact bonds (SIBs): Editorial: Whither social impact bonds (SIBs): The future of social investment? *Public Money and Management*, 40(3), 179-182. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1714287>
- World Bank. (1998). *Assessing aid: What works, what doesn't, and why*. Oxford University Press.
- World Bank. (2021). *Results-based financing for health*. World Bank Group.
- World Economic Forum. (2020). *Blended finance toolkit: How to mobilize private capital for sustainable development*. WEF.

18. Apéndice

Para realizar las entrevistas a personas con experiencia directa en el diseño, gestión o evaluación de BIS en el país, se utilizó la siguiente guía de preguntas:

Guión de entrevista

Trabajo de grado Maestría

ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y CONTABLE DE BONOS DE IMPACTO EN EL CONTEXTO COLOMBIANO

- ¿CUÁL HA SIDO SU EXPERIENCIA CON BONOS DE IMPACTO SOCIAL?
- ¿CUÁL FUE SU ROL DENTRO DE LA ESTRUCTURA DEL BONO DE IMPACTO SOCIAL?
- ¿CUÁL FUE EL MAYOR DESAFÍO QUE PERCIBISTE EN LA ESTRUCTURACIÓN, PUESTA EN MARCHA Y MEDICIÓN DE RESULTADOS DEL O LOS BONOS DE IMPACTO SOCIAL?
- FRENTE A LA ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y CONTABLE DEL BONO DE IMPACTO SOCIAL ¿CÓMO FUE EL PROCESO QUE SE EJECUTÓ? ¿QUÉ TAN CLARAS ESTABAN LAS IDEAS A LA HORA DE DEFINIR LA ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y CONTABLE?
- DESDE SU PUNTO DE VISTA ¿CUÁLES CREEES QUE SON LOS ELEMENTOS INDISPENSABLES QUE SE DEBEN CONSIDERAR AL DISEÑAR LA ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y CONTABLE DE UN BONO DE IMPACTO SOCIAL?
- ¿QUÉ TIPO DE INVERSORES SUELEN ESTAR INTERESADOS EN LOS BONOS DE IMPACTO SOCIAL? CONSIDERAS QUE EMPRESAS CON ÁNIMO DE LUCRO PODRÍAN DESPERTAR MAYOR INTERÉS SI EXISTIERA MAYOR CLARIDAD SOBRE LA ESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS DE IMPACTO SOCIAL, QUE GENERE CONFIANZA EN LAS RENTABILIDADES OFRECIDAS?
- ¿CUÁLES CONSIDERA QUE SON LOS FACTORES CLAVES DE ÉXITO EN UN BONO DE IMPACTO SOCIAL DE CARA A LOS DIFERENTES PARTICIPANTES: INVERSIONISTAS, OPERADOR, INTERMEDIARIO Y GOBIERNO O PAGADOR POR RESULTADOS?